



Inclusio SA

Avenue Herrmann-Debroux 40, 1160 Bruxelles, Belgique

Offre de maximum 2.803.738 Actions Offertes d'Inclusio SA/NV (la « Société »)

Prix d'Émission : 21,40 EUR par Action Offerte

**Demande d'admission à la négociation et à la cotation des Actions sur Euronext
Brussels**

Un investissement dans les Actions Offertes comporte des risques économiques et financiers importants. Un investisseur potentiel doit être en mesure de supporter le risque économique d'un investissement dans les Actions Offertes et considérer, lorsqu'il prend sa décision d'investissement, qu'il pourrait perdre tout ou une partie de son investissement. Veuillez lire le prospectus intégralement et particulièrement la rubrique « Facteurs de risque » avant de souscrire aux Actions Offertes. Tous ces facteurs de risque doivent être pris en considération avant d'investir dans les Actions Offertes afin de pleinement comprendre les risques et avantages potentiels associés à la décision d'investissement.

Le présent prospectus (le « **Prospectus** ») se rapporte à l'offre de maximum 2.803.738 actions nouvelles offertes par la Société dans le cadre d'une augmentation de capital sans droits de préférence (les « **Actions Offertes** »), pour un montant total de 59.999.993,20 maximum (l'« **Offre** »), ainsi qu'à l'admission de toutes les Actions Offertes et des toutes les autres actions de la Société à la clôture de l'Offre (les « **Actions** ») à la négociation sur Euronext Brussels. L'Offre consiste en (i) une offre au public (telle que définie à l'Article 2(d) du Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CET (le « **Règlement Prospectus** ») en Belgique ; et en (ii) une offre réservée à des investisseurs qualifiés au sens de l'Article 2, e) du Règlement Prospectus dans l'Espace Economique Européen (l'« **EEE** ») (hormis en Belgique), en Suisse et au Royaume-Uni conformément à l'exemption prévue à l'Article 1.4 (a) du Règlement Prospectus.

Il n'y a pas de montant minimum de l'Offre. Certains actionnaires existants de la Société, ainsi que d'autres investisseurs (les « **Investisseurs Participants** ») se sont engagés de manière inconditionnelle et irrévocable à souscrire à l'Offre pour un montant de 10.537.488,40 EUR au Prix d'Émission (tel que défini ci-dessous), sous réserve de la clôture de l'Offre (les « **Engagements de Souscription** »). Le prix d'émission par Action Offerte (le « **Prix d'Émission** ») est de 21,40 EUR. Le nombre d'Actions Offertes vendues dans le cadre de l'Offre et l'attribution des Actions Offertes aux investisseurs seront en principe annoncés au public par le biais de la presse financière belge le ou aux alentours du 9 décembre 2020 et dans tous les cas pas plus tard que le premier Jour Ouvrable suivant la fin de la Période d'Offre. Le Prix d'Émission est un prix unique exprimé en EUR, à l'exclusion de toute taxation éventuelle, et des frais éventuels facturés par les intermédiaires financiers pour le dépôt d'un ordre.

Si un supplément au Prospectus est publié, les investisseurs qui ont déjà accepté de souscrire à des Actions Offertes avant que le supplément ne soit publié ont le droit de retirer leur acceptation pendant deux jours ouvrables après la publication du supplément, à condition que le fait nouveau significatif ou l'erreur ou inexactitude substantielle soit survenu ou ait été constaté avant la clôture de l'Offre ou la livraison des Actions Offertes, si cet événement intervient plus tôt. Un supplément sera publié si la Période d'Offre est prolongée de plus de cinq Jours Ouvrables.

Le présent document constitue un prospectus d'offre et d'admission à la négociation sur un marché réglementé qui a été établi conformément au Règlement Prospectus et aux règlements délégués pris en exécution de ce dernier. La FSMA a approuvé la version française du présent Prospectus le 25 novembre 2020, conformément à l'Article 20 du Règlement Prospectus. Cette approbation ne doit pas être considérée comme un avis favorable ni sur la Société, ni sur les Actions Offertes.

L'obligation de publier un supplément au Prospectus en cas de faits nouveaux significatifs ou d'erreurs ou inexactitudes substantielles ne s'applique pas lorsque le Prospectus n'est plus valide. Le Prospectus est valable pour une durée d'un an expirant le 24 novembre 2021.

Préalablement à l'Offre, il n'existait pas de marché public pour les Actions Offertes. Une demande a été introduite en vue de l'admission des toutes les Actions sur le marché réglementé d'Euronext Brussels sous le symbole « INCLU ». La négociation des Actions sur Euronext Brussels commencera probablement, sur une base « if-and-when-issued-and/or-delivered », le ou aux alentours du 10 décembre 2020 (la « **Date de Cotation** »), sachant que la procédure peut être accélérée en cas de clôture anticipée,

ou étendue.

La livraison des Actions Offertes devrait avoir lieu sous forme dématérialisée (inscription en compte) contre paiement, par conséquent en fonds immédiatement disponibles le 11 décembre 2020 ou aux alentours de cette date (la « **Date de Clôture** »), pour autant que cette livraison puisse être accélérée en cas de clôture anticipée, sur les comptes-titres des investisseurs, par l'intermédiaire d'Euroclear Belgium, le dépositaire central belge de titres.

Le présent Prospectus ne constitue pas une offre de vente ou une sollicitation d'une offre d'achat des Actions Offertes dans aucune juridiction ni à aucune personne à laquelle il serait illégal de faire une telle offre. La distribution du présent Prospectus peut, dans certaines juridictions, être soumise à des réglementations ou restrictions particulières. Les personnes en possession du présent Prospectus sont priées de s'informer des restrictions susceptibles de s'appliquer dans leur juridiction et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation de la législation relative aux valeurs mobilières de cette juridiction.

Les Actions Offertes n'ont été, ou ne seront pas, enregistrées en vertu du *US Securities Act* de 1933 (le « **Securities Act** ») ni auprès d'aucune autorité en valeurs mobilières d'un quelconque état ou autre juridiction aux États-Unis, et elles ne peuvent être offertes, vendues, mises en gage, délivrées ni autrement transférées, directement ou indirectement, aux ou vers les États-Unis, à moins que les Actions Offertes ne soient enregistrées en vertu du Securities Act ou qu'une exemption des exigences d'enregistrement du Securities Act et de la législation relative aux valeurs mobilières des états ne puisse être invoquée. Les Actions Offertes sont uniquement offertes et vendues en dehors des États-Unis, dans le cadre de transactions offshore (telles que définies dans la Regulation S en vertu du Securities Act (« **Regulation S** »)) conformément à la Regulation S.

SOLE GLOBAL COORDINATOR



JOINT BOOKRUNNERS



Prospectus daté du 25 novembre 2020

TABLE DES MATIÈRES

1	Résumé du Prospectus	4
2	Facteurs de risque	11
3	Informations générales	26
4	Informations essentielles.....	34
5	Informations relatives à la Société	39
6	Aperçu des activités	53
7	Informations financières	107
8	Gouvernance et organisation.....	152
9	Informations sur le Capital et les Actions Offertes	175
10	Fiscalité afférente aux Actions.....	183
11	Modalités et conditions de L'Offre	195
12	Distribution	205
13	Annexes	210

1 RÉSUMÉ DU PROSPECTUS

A. Introduction et avertissements

2 Introduction

Nom et codes internationaux d'identification des valeurs mobilières (codes ISIN)	INCLU, avec code ISIN BE0974374069.
Identité et coordonnées de l'Émetteur	Inclusio SA, société de droit belge, sous la forme d'une société anonyme, dont le siège est établi à Avenue Herrmann-Debroux 40,1160 Auderghem, (Belgique), inscrite à la BCE sous le n° 0840.020.295 (RPM Bruxelles) et portant le numéro LEI 967600NU10CMHYJZUH44.
Autorité compétente	Autorité des Services et Marchés Financiers (« FSMA »), rue du Congrès 12-14, 1000 Bruxelles
Date d'approbation du Prospectus	La version française du Prospectus (Résumé compris) a été approuvée le 25 novembre 2020 par la FSMA, en tant qu'autorité compétente, conformément à l'Article 20 du Règlement Prospectus

Sauf disposition contraire dans le présent Résumé, les termes commençant par une majuscule revêtent la signification énoncée dans le Prospectus.

3 Avvertissements

Le présent résumé (le « **Résumé** ») doit être lu comme une introduction au présent Prospectus. Toute décision d'investir dans les Actions Offertes doit être fondée sur l'examen de l'intégralité du présent Prospectus par l'investisseur. L'investisseur court le risque de perdre tout ou une partie du capital investi. Lorsqu'une action concernant l'information contenue dans le Prospectus est intentée devant un tribunal, l'investisseur plaignant peut, selon la législation nationale des États membres, avoir à supporter les frais de traduction du Prospectus avant le début de la procédure judiciaire. La responsabilité civile n'incombe qu'à l'organe d'administration de la Société, y compris sa traduction, pour autant que le contenu du résumé soit trompeur, inexact ou incohérent, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, ou qu'il ne fournisse pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations clés permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières.

B. Informations clés sur l'Émetteur

3.1 **Qui est l'émetteur des valeurs mobilières?**

Identification - La Société est une société anonyme de droit belge. Son siège est établi Avenue Herrmann-Debroux 40, 1160 Auderghem, (Belgique), inscrite à la BCE sous le n° 0840.020.295.

Activités principales - Inclusio est la première société immobilière réglementée publique à être principalement active dans le domaine de l'immobilier à caractère social en Belgique, ce dans les trois régions du pays. Inclusio s'est assigné comme mission de louer sur le long terme à une population fragilisée des logements et/ou des infrastructures de qualité à un loyer abordable, étant entendu que les immeubles doivent également répondre aux défis actuels et futurs, notamment en matière de performance énergétique.

L'objectif social indispensable est couplé à la recherche d'un rendement locatif suffisant. Les rendements initiaux bruts sur les actifs acquis/développés par la Société se situent généralement dans une fourchette comprise entre 3,8% et 4,6% (4,2% en moyenne sur le portefeuille actuel en exploitation). Le rendement locatif brut de départ de chaque projet dépend de l'aspect social/sociétal, de la localisation géographique, de l'âge de l'immeuble, des performances énergétiques de l'immeuble, du locataire et de la présence éventuelle d'une copropriété.

Principaux dirigeants – Après la clôture de l'Offre, le Conseil d'Administration se compose de 9 membres : André Bosmans (président), Sandrine Nelissen Grade, Marianne Wagner, Christophe Demain, François de Borchgrave, Julien Dessart, Bart De Zutter, Mathieu de Posch et Adeline Simont. Les dirigeants effectifs de la Société sont au nombre de 4 : Xavier Mertens (CEO), Marc Brisack (vice-CEO), Jean-Luc Colson (CFO) et Lionel Van Rillaer (COO). Xavier Mertens quittera sa fonction fin décembre 2020.

Auditeur légal - Deloitte Réviseurs d'Entreprises SC, ayant son siège à Gateway building, Luchthaven Brussel Nationaal 1J, 1930 Zaventem (Belgique), représentée par Monsieur Ben Vandeweyer.

Principaux actionnaires - La Société compte près de 80 actionnaires, dont les principaux (détenant plus de 5% avant la clôture de l'Offre et au minimum 3% après la clôture de l'Offre) sont les suivants:

Actionnaire	Actions détenues avant la clôture de l'Offre			Actions détenues postérieurement à la clôture de l'Offre			Dilution / relation
	Nombre	%	Qualité de l'actionnaire	Nombre	%	Qualité de l'actionnaire	
Intégrale	1.065.160	24,6 %	Actionnaire de référence	1.065.160	14,82%	Actionnaire de référence	-39,76%
Le Fonds d'Infrastructure Ferroviaire (FIF-FSI)	618.315	14,28 %	Actionnaire de référence	618.315	8,60%	Actionnaire de référence	-39,76%
Belfius Insurance¹	285.710	6,60 %	Actionnaire de référence	474.379	6,60%	Actionnaire de référence	0,02%
Mutualité²	0	0%	NA	233.644	3,25%	NA	NA
Autres	2.360.430	54,52%	NA	4.796.060	66,73%	NA	NA
Total	4.329.615	100 %	NA	7.187.558	100 %	NA	NA

La Société n'est pas directement ou indirectement contrôlée par un de ses actionnaires ou groupe d'actionnaires et aucun accord n'existe dont la mise en œuvre pourrait, à une date ultérieure, entraîner un changement de contrôle. Intégrale est engagée dans un dialogue avec la Banque nationale de Belgique qui souhaite une recapitalisation de la compagnie dans le but de respecter les ratios prudentiels imposés par la législation européenne. Il est possible qu'Intégrale soit amenée à céder partiellement ou intégralement ses actifs et ses passifs au fil des prochains mois. La participation d'Inclusio détenue par Intégrale pourrait être amenée à changer de main dans ce cadre (Intégrale ayant toutefois souscrit à un engagement de lock-up de 180 jours suivant la clôture de l'Offre). A la clôture de l'Offre et moyennant souscription intégrale de celle-ci, les Promoteurs détiendront respectivement les participations suivantes : Imofig 0,50%, Kois 0,13% et Re-Vive 0,13%.

3.2 Quelles sont les informations financières clés concernant l'émetteur?

Les informations financières présentées ci-dessous sont un extrait des comptes établis sur base consolidée, sous les normes IFRS et conformément au schéma prévu à l'Arrêté Royal SIR.

Bilan consolidé

En EUR	31-08-20	31-12-19	31-12-18	31-12-17
Immeubles de placement	140.963.091	97.545.360	43.014.956	19.567.887
TOTAL ACTIF	147.891.555	105.577.675	57.538.340	56.677.053
CAPITAUX PROPRES	92.805.002	89.392.790	56.077.548	55.770.250
PASSIF	55.086.553	16.184.885	1.460.792	906.803
Passifs non courants	51.113.210	14.740.204	77.237	-
Passifs courants	3.973.343	1.444.681	1.383.556	906.803
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIF	147.891.555	105.577.675	57.538.340	56.677.053

Compte de résultats consolidé

En EUR	31-08-20	31-12-19 ³	31-12-18	31-12-17
Résultat locatif net	2.825.523	1.573.316	1.238.180	765.607
Résultat immobilier	2.621.317	1.552.619	1.228.314	739.548
Résultat d'exploitation des immeubles	2.459.891	1.424.361	1.163.207	704.284
Résultat d'exploitation avant résultat sur portefeuille	1.235.966	73.037	44.771	-185.254

¹ Belfius Insurance a souscrit à un Engagement de Souscription pour un montant de 4.037.516,60 EUR.

² Ceci regroupe MC Assure (Société mutualiste d'assurance), Nationaal Hulpfonds-Fonds National d'Entraide (ASBL) et Maatschappij van Onderlinge Bijstand Verzekeringen CM-Vlaanderen (Maatschappij van onderlinge bijstand), qui agissent de concert pour un montant de 4.999.981,60 EUR.

³ Les comptes 2019 sont présentés après la correction dont question à la Section 7.1.1

Résultat d'exploitation	2.336.966	392.941	158.405	-468.729
Résultat financier	-112.897	-85.624	162.334	137.412
Résultat avant impôts	2.222.648	307.317	324.022	-358.721
RESULTAT NET	3.396.025	403.843	307.298	-331.631
(en milliers EUR)	Exercice clôturé au			Pro forma
	30/06/20	30/06/19	31/12/19	30/06/20
				31/12/19
Résultat locatif net	2.021	694	1.573	4.556
Résultat d'exploitation	1.770	173	393	4.097
Résultat net ⁴	2.861	261	404	4.638
Croissance des recettes d'une année sur l'autre	191,04%	NA	27,07%	NA
Marge bénéficiaire d'exploitation	87,57%	24,87%	24,98%	89,93%
Marge bénéficiaire nette	141,56%	37,63%	25,67%	101,80%
Résultat par action (en EUR)	0,66	0,07	0,10	1,07
Total de l'actif	135.929	105.578	105.578	209.335
Endettement	43.351	15.250	15.250	116.756
Total des capitaux propres	92.254	89.393	89.393	92.254
Flux de trésorerie attribuables aux activités de financement	25.508	32.634	46.770	NA
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement	-27.949	-8.635	-54.990	NA
Flux de trésorerie nets pertinents attribuables aux activités opérationnelles	1.405	-701	-345	NA

Les informations pro-forma présentées ci-dessus sont issues de comptes pro-forma établis afin de présenter le "portefeuille immobilier actuel" de la Société, défini d'une part comme tous les immeubles en exploitation ou les projets de développement acquis jusqu'au 31 août 2020 et d'autre part les dossiers de la Catégorie C correspondant aux engagements fermes de la Société. Leur mise en exploitation et donc les revenus et charges qui en découlent sont repris à partir du 1er janvier 2019.

(en milliers EUR)	Comptes prévisionnels				Budget minimum			
	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/20	31/12/21	30/06/22	31/12/23
Résultat locatif net	4.531	6.561	7.895	9.627	4.531	6.506	7.730	8.829
Résultat d'exploitation	-51	3.746	4.773	6.261	-51	3.695	4.623	5.521
Résultat net ⁵	888	3.573	4.366	5.495	888	3.552	4.275	4.939
Croissance des recettes d'une année sur l'autre	187,97%	44,80%	20,34%	21,93%	187,97%	43,60%	18,81%	14,22%
Marge bénéficiaire d'exploitation	-1,12%	57,10%	60,46%	65,03%	-1,12%	56,79%	59,81%	62,54%
Marge bénéficiaire nette	19,59%	54,46%	55,30%	57,08%	19,59%	54,59%	55,31%	55,94%
Résultat par action (en EUR)	0,20	0,50	0,61	0,76	0,20	0,49	0,59	0,69
Total de l'actif	157.724	188.908	202.533	234.127	156.817	178.038	185.593	209.497
Endettement	7.665	35.073	47.304	77.425	6.758	24.230	30.472	53.436
Total des capitaux propres	148.866	152.439	153.700	155.000	148.866	152.417	153.608	154.438
Flux de financement ⁶	58.585	0	-3.105	-4.195	58.585	0	-3.085	-4.109
Flux d'investissement ⁷	-53.742	-30.767	-13.368	-31.245	-52.834	-20.816	-7.323	-23.701

⁴ Pour les états financiers consolidés, résultat net attribuable aux détenteurs de capital de la société mère

⁵ Pour les états financiers consolidés, résultat net attribuable aux détenteurs de capital de la société mère

⁶ Flux de trésorerie attribuables aux activités de financement

⁷ Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement

Flux opérationnels ⁸	-13.642	3.420	4.282	5.372	-13.642	3.405	4.203	4.879
---------------------------------	---------	-------	-------	-------	---------	-------	-------	-------

3.3 Quels sont les risques spécifiques à l'émetteur?

Un investissement dans les Actions Offertes induit des risques importants, dont les suivants.

A) Risques immobiliers

Risque lié à l'obtention de permis : Pour certains projets du portefeuille de la Société, les permis n'ont pas encore été délivrés et ces permis, une fois obtenus, pourraient faire l'objet de recours qui entraîneraient un retard d'exécution ou l'impossibilité de réaliser la construction ou la rénovation envisagée.

Risque lié au surcoût de construction : Suite à des modifications techniques ou à des changements dans la programmation envisagée, il est possible que le coût réel des travaux dépasse le budget initialement estimé.

B) Risques liés aux Agences Immobilières Sociales (AIS)

Risque de défaillance d'une AIS : Pendant la durée de vie du bail ou du mandat de gestion, il est possible que l'AIS à laquelle le bâtiment est loué ne respecte pas ses engagements contractuels (tel que le paiement des loyers). Les AIS restent en effet elles-mêmes exposées, dans une certaine mesure, à la solvabilité des occupants finaux (sous-locataires) et à l'obtention de subsides. Le risque existe également que les subsides accordés aux AIS diminuent, en raison par exemple de restrictions budgétaires au niveau des Régions, ce qui pourrait entraîner l'impossibilité pour l'une ou l'autre AIS d'honorer ses engagements.

Risque économique à la fin d'un mandat de gestion : Dans le cadre des mandats de gestion, les AIS concluent les contrats de bail avec les occupants au nom et pour le compte de la Société. A la fin d'un mandat de gestion, les contrats de bail signés avec les occupants continueront donc à sortir leurs effets et les occupants pourront dès lors rester en payant un loyer individuel directement à la Société. Or, les loyers payés par les occupants peuvent être inférieurs à ce que la Société perçoit comme rémunération de l'AIS sous le mandat de gestion.

C) Risques opérationnels

Risque de résiliation d'un bail : Une partie importante du portefeuille est donnée en location par le biais d'un contrat de bail de résidence principale. Dans ce cadre, le locataire peut mettre fin anticipativement à un contrat de bail à tout moment moyennant un préavis de trois mois et une indemnité dégressive de trois, deux ou un mois au cours des trois premières années du bail concerné.

D) Risques financiers

Risque de ne pas pouvoir distribuer un dividende (suffisant) : Conformément à la législation applicable, la Société devra distribuer à ses actionnaires au moins 80 % du résultat net positif corrigé diminué de la baisse nette de l'endettement de la Société au cours de l'exercice au titre de dividende. Cette obligation de distribution est soumise à deux limites : (i) elle ne peut pas mener à la distribution d'un montant qui ne pourrait pas être distribué conformément au CSA et (ii) une telle distribution ne peut être effectuée si elle a pour effet d'augmenter le taux d'endettement (consolidé ou statutaire) au-delà de 65 % des actifs nets consolidés ou statutaires (selon le cas), ou si ce seuil est déjà dépassé avant la distribution envisagée.

E) Risques réglementaires

Risques inhérents au statut de SIR publique : La Société sera soumise à la Législation SIR qui contient des exigences concernant les obligations de diversification (de contrepartie et d'actifs), le taux d'endettement, l'affectation du résultat ou encore la gestion des conflits d'intérêts. Si la Société venait à perdre son statut de SIR, elle ne bénéficierait plus notamment du régime fiscal favorable et les revenus locatifs seraient alors soumis à l'impôt des sociétés.

Risque relatif à la fiscalité pour les immeubles donnés en location à des Agences Immobilières Sociales : Les immeubles donnés en location à des AIS bénéficient aujourd'hui d'une exemption complète de précompte immobilier en région de Bruxelles Capitale et d'un précompte immobilier réduit tant en Région flamande qu'en Région wallonne. Une modification de la législation aurait un impact négatif significatif sur le rendement et la juste valeur du portefeuille immobilier de la Société.

C. Informations clés sur les titres

3.4 Quelles sont les principales caractéristiques des valeurs mobilières ?

Nature, catégorie, ainsi que le code ISIN - Les 2.803.738 Actions Offertes sont émises conformément au droit belge, et sont des actions ordinaires entièrement libérées, sans valeur nominale et avec le même droit de vote. Les Actions Offertes seront remises sous la forme dématérialisée; les actionnaires pourront demander la conversion de leurs actions dématérialisées en actions nominatives ou inversement. L'Offre est en EUR et a le code ISIN BE 0974374069.

⁸ Flux de trésorerie nets pertinents attribuables aux activités opérationnelles

Droits liés aux valeurs mobilières :

Les Actions Offertes disposent du droit à participer aux bénéfices distribuables et du droit au dividende au même titre que les Actions Existantes confèrent à leur détenteur le droit de participer aux assemblées générales conformément aux dispositions du CSA, donnent chacune droit à un vote, permettent de participer à l'éventuel boni en cas de liquidation et du droit de préférence en cas d'augmentation de capital en espèces. Conformément à la Loi SIR, ce droit de préférence peut seulement être limité ou supprimé à condition qu'un droit d'allocation irréductible soit accordé aux actionnaires existants lors de l'attribution des nouveaux titres (sous réserve de certaines exceptions). Ce régime de traitement préférentiel de l'ensemble des actionnaires ne s'appliquera toutefois pas dans le cadre de l'Offre, l'agrément SIR de la Société n'entrant en vigueur qu'à l'issue de l'Offre.

Restrictions à la libre cessibilité - Les Actions Offertes sont librement cessibles sous réserve des engagements de lock-up s'appliquant à certains actionnaires existants (Belfius Insurance, Intégrale, FIF-FSI et Banque Degroof Petercam), les Promoteurs et les autres Investisseurs Participants, pour une durée variant entre 180 jours et 360 jours suivant la Clôture de l'Offre.

La politique de dividende ou distribution – En tant que SIRP, la Société est soumise à une obligation de distribution consistant à devoir distribuer à titre de rémunération du capital un montant correspondant au moins à la différence positive entre : 80 % du résultat net positif de l'exercice et la diminution nette, au cours de l'exercice, de l'endettement. Aucun dividende ne sera versé en 2021 au titre de l'exercice à clôturer le 31 décembre 2020 étant donné la perte à encourir par la Société.

Rang relatif des Actions dans la structure du capital de la Société en cas d'insolvabilité – Les Actions Offertes auront les mêmes droits que les actions existantes de la Société au moment de l'Offre et occuperont, comme les autres Actions, le dernier rang dans la structure de capital en cas d'insolvabilité de la Société.

3.5 Où les valeurs mobilières seront-elles négociées?

Les Actions seront admises sur le marché réglementé d'Euronext Brussels sous le code ISIN BE0974374069, en principe à partir du 10 décembre 2020. L'admission avant la clôture de l'Offre est effectuée sur une base "if-and-when issued and/or delivered".

3.6 Quels sont les principaux risques spécifiques aux valeurs mobilières ?

L'Offre pourrait être réalisée pour un montant inférieur à celui annoncé, pouvant dans ce cas impacter le plan d'investissement de la Société et la liquidité des Actions Offertes. Aucun montant minimum n'est fixé dans l'Offre. La Société peut procéder à une augmentation de capital d'un montant réduit, correspondant à un nombre d'Actions Offertes inférieur au nombre maximum d'Actions Offertes dans le cadre de l'Offre. L'Offre ne comporte pas de montant minimum. Si toutes les Actions Offertes ne sont pas souscrites à l'occasion de l'Offre, le produit net de l'Offre pourrait être limité en tout ou en partie au produit net des Engagements de Souscription. Si tel devait être le cas, la Société pourrait devoir réduire son niveau d'investissement et devoir chercher un financement externe.

Risque lié à l'absence de marché public préalable relatif aux Actions Offertes et possibilité qu'un marché actif relatif aux Actions Offertes ne se développe pas – Préalablement à l'Offre, les Actions de la Société n'ont jamais fait l'objet d'une négociation sur un marché boursier. Après la clôture de l'Offre (si le nombre maximum d'Actions Offertes a été souscrit), la Société devrait avoir un free float de 66,73%. Un marché (de négociation) actif des Actions Offertes pourrait ne pas se développer ou ne pas perdurer ou ne pas être suffisamment liquide après la clôture de l'Offre. Si un marché (de négociation) actif ne se développe pas ou ne perdure pas, la liquidité et le cours des Actions Offertes pourraient en être défavorablement affectés. Le Prix d'Émission n'est pas représentatif du prix auquel les Actions Offertes seront négociées. Le prix des Actions fluctuera sur le marché au fil du temps et peut notamment fluctuer – le cas échéant substantiellement – en cas de cession, sur une courte période, d'un nombre élevé d'Actions par des actionnaires importants (tel que cela pourrait être le cas en cas de cession de la participation détenue par Intégrale, compte tenu de ce qui est exposé au point 3.1 ci-dessus).

D.	Les informations clés sur l'Offre au public de valeurs mobilières et/ou admission à la négociation sur un marché réglementé
----	---

3.7 À quelles conditions et selon quel calendrier puis-je investir dans cette valeur mobilière ?

3.7.1 Conditions et modalités de l'Offre :

- a) ***Caractéristiques de l'Offre*** – L'Offre consiste en (i) une offre au public (telle que définie à l'Article 2(d) du Règlement Prospectus) en Belgique d'Actions Offertes; et en (ii) une offre réservée à des investisseurs qualifiés au sens de l'Article 2, e) du Règlement Prospectus dans l'EEE (hormis en Belgique), en Suisse et au Royaume-Uni conformément à l'exemption applicable prévue à l'Article 1.4 (a) du Règlement Prospectus. L'Offre se compose des Actions Offertes pour un montant maximum de 59.999.993,20 EUR. Le nombre

maximum d'Actions Offertes est 2.803.738. La Société a le droit de réduire ce nombre à tout moment avant l'allocation de l'Offre. L'Offre n'a pas de montant minimum. La Société a le droit de révoquer ou de suspendre l'Offre.

- b) **Procédure de souscription** – Les candidats-investisseurs peuvent introduire leurs ordres gratuitement auprès de Belfius Banque et Banque Degroof Petercam (les « **Joint Bookrunners** »). La Société n'est pas responsable des agissements ou manquements d'un intermédiaire financier en rapport avec les souscriptions ou souscriptions alléguées. Les ordres des investisseurs qualifiés devront être introduits au plus tard à 16 heures (heure de Bruxelles, GMT +1) le 8 décembre 2020, sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre. Un seul ordre sera accepté par investisseur particulier. La fin de la période de souscription pour les investisseurs particuliers est fixée au 7 décembre 2020 à 16 heures. Les ordres introduits sont irrévocables. Il n'y a pas de taille minimale ou maximale de la souscription. Certains actionnaires existants de la Société, ainsi que d'autres investisseurs se sont engagés de manière inconditionnelle et irrévocable à souscrire à l'Offre pour un montant de 10.537.488,40EUR au Prix d'Émission, sous réserve de la clôture de l'Offre.
- c) **Prix d'émission**– 21,40 EUR par Action Offerte (hors toute taxation éventuelles et frais éventuels facturés par les intermédiaires financiers).
- d) **Période de souscription** – L'Offre court du 26 novembre 2020 (9 heures) au 8 décembre 2020 inclus à 16h CET, sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation. La Société s'attend cependant à ce que la Période d'Offre pour les investisseurs particuliers se clôture à 16 heures le 7 décembre 2020 (à savoir le jour avant la fin de la Période d'Offre pour les investisseurs qualifiés). Compte tenu du fait que la Période d'Offre peut être clôturée anticipativement, les investisseurs particuliers sont invités à soumettre leurs ordres le plus rapidement possible.
- e) **Échéancier prévu de l'Offre (indicatif)**

Le tableau suivant résume certaines dates importantes relatives au calendrier de l'Offre. Il s'agit de dates escomptées.

25 novembre 2020	Approbation du Prospectus par la FSMA
26 novembre 2020	Mise à disposition du Prospectus
26 novembre 2020, 9h CET	Début de la Période d'Offre
7 décembre 2020, 16h CET	Fin attendue de la Période d'Offre pour les investisseurs particuliers ⁹
8 décembre 2020, 16h CET	Fin attendue de la Période d'Offre pour les investisseurs qualifiés ¹⁰
9 décembre 2020	Date de publication des résultats de l'Offre, et de communication des allocations
10 décembre 2020	Date de Cotation escomptée des Actions (cotation et début de la négociation sur Euronext Brussels)
11 décembre 2020	Date de Clôture escomptée (paiement, règlement et livraison) ¹¹ et prise d'effet de l'agrément SIRP

- f) **Plan de distribution** - Au moins 10 % des Actions Offertes seront réservées à des investisseurs particuliers en Belgique (à condition toutefois qu'il y ait suffisamment de demande d'investisseurs particuliers). La Société a toutefois pour objectif d'allouer un pourcentage de 25% aux investisseurs particuliers, sous réserve qu'une telle demande existe. La proportion d'Actions Offertes qui sera attribuée aux investisseurs particuliers pourrait être supérieure ou inférieure aux pourcentages susmentionnés. L'allocation aux candidats-investisseurs sera arrêtée à la fin de la Période d'Offre par les Joint Bookrunners, en concertation avec la Société. En cas de sursouscription des Actions Offertes, il est possible qu'un investisseur reçoive moins d'Actions Offertes que le nombre d'Actions Offertes auquel il a souscrit. Il est interdit aux investisseurs de retirer leur ordre en raison du fait qu'ils se verraient allouer moins d'Actions Offertes que le nombre demandé dans leur ordre. En ce qui concerne les investisseurs qualifiés, l'allocation des Actions Offertes, en cas de sursouscription, s'opérera sur base d'une analyse quantitative et qualitative du carnet d'ordres. En ce qui concerne les investisseurs particuliers, en cas de sursouscription, l'allocation des Actions Offertes s'opérera sur base de critères d'allocation objectifs, à savoir traitement préférentiel des ordres introduits auprès des Joint Bookrunners en Belgique et en fonction du nombre d'Actions Offertes pour lesquelles les demandes sont introduites. La Société s'est également obligée à allouer entièrement les souscriptions d'Actions Offertes conformément aux Engagements de Souscription. Les résultats de l'Offre, l'allocation des Actions Offertes aux investisseurs et la méthode appliquée en cas de sursouscription des Actions Offertes seront en principe communiqués un Jour Ouvrable après la clôture de la Période d'Offre dans la

⁹ On entend par investisseur particulier les personnes physiques et les personnes morales résidant en Belgique qui ne tombent pas sous la définition d'investisseur qualifié du Règlement Prospectus.

¹⁰ En cas de clôture anticipée ou de prolongation de l'Offre, ces dates seront modifiées et publiées de la même manière que la communication du début de la Période d'Offre. Si la Période d'Offre est entendue de plus de 5 Jours Ouvrables, un supplément au Prospectus sera également publié.

¹¹ La fin de la période de souscription ne correspond pas à la Date de Clôture de l'Offre.

presse financière belge et sur le site de la Société.

- g) **Coûts de l'Offre** – Le coût total de l'offre est estimé à 3.316.000 EUR. Les honoraires des Promoteurs sont fixés à 0,3 million d'euros HTVA et le rachat de ReKoDe par la Société à 2,3 millions d'euros. Même si ces honoraires et ce prix d'acquisition seront engagés à la clôture de l'Offre, ils ne constituent pas des coûts de l'Offre.
- h) **Dilution** – Les Actionnaires Existants ne disposant pas d'un droit de préférence dans le cadre de l'Offre, ils seront exposés à une dilution en termes de droit de vote, de droit aux dividendes et, le cas échéant, une dilution financière s'ils ne participent pas à l'Offre ou se voient allouer des Actions Offertes pour un pourcentage inférieur à leur participation actuelle. Cette dilution est légèrement accrue par le paiement d'approximativement la moitié du prix d'achat de ReKoDe, soit 1.159.987,00 EUR, en actions Inclusio qui seront attribuées aux Promoteurs.
- i) **Négociation** – Les Actions seront négociées sur Euronext Brussels sous le numéro ISIN BE0974374069 et sous le symbole INCLU. Avant la date d'admission à la négociation, il n'y a pas eu de marché public pour les Actions. De la Date de Cotation à la Date de Clôture et livraison des Actions Offertes, les Actions seront négociées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels sur une base « if-and-when-issued-and/or-delivered » ce qui signifie que la négociation des Actions commencera avant la clôture de l'Offre à la condition que les Actions Offertes soient émises et livrées. L'émission et la livraison des Actions Offertes pourraient ne pas avoir lieu à la Date de Clôture envisagée, ou pas du tout, auquel cas les ordres et opérations seront annulés.

3.8 Pourquoi ce Prospectus est-il établi ?

Utilisation et montant net estimé du produit – A supposer que l'ensemble des Actions Offertes soient souscrites, le produit brut de l'Offre sera de 59.999.993,20 EUR et sera d'abord alloué au paiement des postes suivants: (1) Frais directement ou indirectement liés à l'Offre: -3.316.000 EUR TVAC, (2) Rémunération des Promoteurs: 363.000 EUR TVAC et (3) Rachat de ReKoDe (partie en cash) : -1.160.013,00 EUR. Le solde de 55.160.980,20 EUR constitue le produit net de l'Offre. A supposer que seuls les Engagements de Souscription seraient souscrits, l'Offre se limiterait alors à son montant minimum brut de 10.537.488,40 EUR. Le solde de 5.698.475,40 EUR constituerait dans ce cas le produit net de l'Offre. Dans un premier temps, le produit net de l'Offre servira à réduire les sommes prélevées par la Société sur ses lignes de crédit de type "revolving" avant d'être reprélevées au fur et à mesure des besoins, pour financer les projets en cours de développement (Catégorie B) mais également les dossiers repris dans les Catégories C et D du pipeline.

Underwriting Agreement – Il est prévu que les Underwriters (qui n'y sont toutefois pas tenus) concluent un Underwriting Agreement dont la signature devrait avoir lieu le 9 décembre 2020, immédiatement après la clôture de la Période d'Offre et avant la livraison des Actions Offertes. La conclusion de l'Underwriting Agreement peut dépendre de plusieurs facteurs, y compris, mais sans s'y limiter, des conditions du marché. L'Underwriting Agreement contient un engagement de soft underwriting portant sur les Actions Offertes souscrites dans le cadre de l'Offre (en ce compris celles souscrites par les Investisseurs Participants) autres que les actions souscrites par Belfius Insurance, actionnaire de référence.

Conflits d'intérêts matériels – Belfius Banque fournit des crédits à la Société à concurrence d'un encours total de 25 millions d'EUR et fournit également des instruments de couverture de taux d'intérêts. Belfius Insurance, appartenant au groupe Belfius, est également actionnaire de la Société avec une détention de 6,60 %, soit 285.710 actions, avant la clôture de l'Offre. Belfius Insurance s'est engagé à souscrire à l'Offre à concurrence du nombre d'Actions Offertes nécessaires pour maintenir une participation de 6,6% dans le capital de la Société postérieurement à l'Offre. Banque Degroof Petercam contrôle Imofig SA, laquelle disposera d'un représentant au sein du Conseil d'Administration de la Société, avec effet à partir de la date de clôture de l'Offre. Banque Degroof Petercam est actionnaire de la Société à concurrence de 1,1 %, soit 47.620 actions. Lors du rachat de ReKoDe SA par la Société pour un montant de 2.320.000 EUR, Imofig SA en qualité de vendeur se partagera ce montant avec Kois SA et Re-Vive SA. Imofig SA sera rémunérée exclusivement par l'attribution de 36.137 nouvelles actions suite à la vente des actions ReKoDe. Les Joint Bookrunners peuvent de temps à autre également détenir des titres de créance, des actions et/ou d'autres instruments financiers de la Société. Imofig, Kois et Re-Vive sont à la fois Promoteurs et - à l'issue de l'Offre - actionnaires de la Société. Chacun des Promoteurs dispose d'un représentant au sein du Conseil d'Administration.

2 FACTEURS DE RISQUE

Un investissement dans les Actions Offertes induit des risques importants. Nous vous recommandons d'étudier attentivement les informations suivantes relatives à certains de ces risques, ainsi que les informations contenues dans le présent Prospectus, avant de décider de souscrire aux Actions Offertes. Les risques et incertitudes que la Société juge importants sont décrits ci-dessous et sont présentés dans un nombre limité de catégories en fonction de leur nature. Conformément au Règlement Prospectus, les risques les plus importants dans chacune de ces catégories, compte tenu de l'impact négatif potentiel sur la Société et de la probabilité de les voir se matérialiser sont repris en premier lieu. Au sein d'une même catégorie, des risques de niveaux identiques peuvent apparaître en position différente. Les risques des différentes catégories ne peuvent être comparés entre eux, avec pour conséquence qu'un risque classé deuxième en risque d'importance dans une catégorie peut être moins important qu'un risque classé troisième dans une autre catégorie.

La terminologie utilisée dans ce chapitre est la suivante :

- Probabilité de survenance

Très faible	Moins d'une fois tous les 20 ans
Faible	Une fois tous les 10 à 20 ans
Moyenne	Une fois tous les 5 à 10 ans
Elevée	Une fois tous les 1 à 5 ans
Très élevée	Une fois par an

- Impact financier (sur le chiffre d'affaires annuel)

Très faible	0 à 10.000 EUR
Faible	10.000 à 100.000 EUR
Moyen	100.000 à 250.000 EUR
Elevé	250.000 à 500.000 EUR
Très élevé	> 500.000 EUR

Par ailleurs, les risques exposés ci-dessous font référence aux Catégories de projets de la Société. Ces Catégories sont expliquées à la Section 6.3.1.

2.1 Risques immobiliers et opérationnels

2.1.1 Risque inhérent aux projets en développement et à développer

La Société dispose actuellement d'un portefeuille en exploitation (Catégorie A) de 122,5 MEUR.

D'ici fin 2022, 7 projets immobiliers en cours de développement (Catégorie B) viendront le compléter (Pavillon 7-9, Antares, Broedershof, Thomashuis Keerbergen, Dendermondssesteenweg, Thomashuis Westmalle et Auflette). Le coût total d'investissement pour ces projets est estimé à 36,0 MEUR.

La Société a également signé des contrats sous conditions suspensives pour l'acquisition de 2 projets pour lesquels elle devra supporter les risques de développement. Ces 2 projets (Pavillon 1-5 et Elmer) représentent un coût total d'investissement de 10,3 MEUR (dossiers de « Catégorie C »).

Le coût total de ces projets (qu'ils soient déjà propriété de la Société ou acquis sous condition suspensive) avec un risque de développement pour la Société s'élève donc à 46,3 MEUR, soit 38% du total du portefeuille en exploitation actuellement (catégorie A). Ce risque sera dilué au fur et à mesure que la Société procèdera à d'autres acquisitions.

Pour évaluer ce risque de développement, la Société propose de suivre l'évolution chronologique d'un projet de développement et d'identifier les risques liés (obtention d'un permis, coût de construction, retard dans l'exécution, faillite d'un entrepreneur).

- **Le risque de non-obtention ou de contestation d'un permis d'urbanisme** peut entraîner un retard du projet voire une impossibilité de le réaliser. Les permis d'urbanisme ont été obtenus sans retard pour 6 des 7 projets actuellement en cours de développement (Catégorie B). Seule la demande de permis pour le projet Thomashuis Westmalle doit encore être introduite par la Société début 2021. Ce projet a un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR. Ce projet devrait générer un loyer annuel de 75.000 EUR à partir du 30 novembre 2022. Dans les dossiers soumis à des conditions suspensives (Catégorie C), seul le projet Pavillon 1-5 (reconversion d'un immeuble de bureaux en logements à Schaerbeek) sera acquis avant l'obtention du permis d'urbanisme. Le montant déjà investi par la Société s'élève à 1,7 MEUR et le coût total d'investissement est estimé à 7,2 MEUR. Après transformation et au plus tôt en avril 2023, l'immeuble devrait générer un revenu locatif annuel de 344.000 EUR.

Les projets soumis à un risque permis représentent donc 18,6% de l'ensemble des projets à développer ou en développement.

A ce jour, la Société n'a jamais été confrontée à un refus de délivrance d'un permis d'urbanisme et les demandes de permis introduites n'ont jamais fait l'objet de contestations. Cela s'explique en partie par le type de bâtiments que la Société vise à construire d'une part, et par leur affectation sociale d'autre part. La probabilité de survenance de non-obtention ou de contestation d'un permis d'urbanisme est faible; s'il se matérialise, son impact financier serait moyen ou faible, compte tenu de l'importance relative du projet qui serait impacté au regard de l'ensemble du portefeuille.

- **Le risque de surcoût de construction** : le coût pour la phase de conception, de construction ou de rénovation d'un projet peut être supérieur au budget initialement estimé dans l'étude de faisabilité si des contraintes techniques supplémentaires viennent à se présenter ou que des frais imprévus (démolition, dépollution, etc) doivent être exposés Cette situation s'est produite pour le projet Pavillon 7-9 qui est en cours d'exécution, avec un surcoût qui peut être estimé à 15% du budget total de construction initialement prévu. Ce surcoût est essentiellement lié à une modification de la programmation (remplacement de logements au rez-de-chaussée par une crèche).

Les 5 projets de développement les plus importants sont les suivants :

Projet	Catégorie	Coût investissement total	Prix du foncier	Montant déjà investi au 31/08/2020
Antares	Cat B	12,0 MEUR	- 3,1 MEUR	- 4,9 MEUR
Pavillon 7-9	Cat B	9,3 MEUR	- 2,9 MEUR	- 5,6 MEUR
Auflette	Cat B	7,8 MEUR	- 0,9 MEUR	- 4,6 MEUR
Pavillon 1-5	Cat C	7,2 MEUR	- 1,7 MEUR	- 0 MEUR
Elmer	Cat C	3,1 MEUR	- 0,3 MEUR	- 0
Total		39,4 MEUR	- 8,9 MEUR	- 15,1 MEUR

Ces 5 projets représentent 85 % du total des projets en développement ou à développer repris dans les catégories B (projets en développement) et C (projets en développement à acquérir sous conditions suspensives).

L'étude de faisabilité réalisée par la Société incorpore toujours un poste de 5 % à 7 % du coût de construction pour faire face à des imprévus éventuels. Si on prend l'hypothèse d'un surcoût de construction supplémentaire de 5 %, l'impact financier serait de 1,5 MEUR.

Depuis sa création en 2011, la Société n'a pas encore réceptionné de projets dont elle a elle-même assuré le processus de construction depuis sa phase de lancement. Les projets Antares et Pavillon 7-9 dont la réception est prévue en 2021 seront les premiers pour lesquels on pourra valider la pertinence des hypothèses de prix de construction retenues par la Société.

En conclusion, la probabilité de survenance de ce risque est moyenne et son impact financier pourrait être élevé.

- **le risque de retard dans l'exécution du chantier:** tout retard se traduit par une augmentation des intérêts intercalaires dus par la Société (à raison d'environ 1,5 %/an sur les montants décaissés, jusqu'à la mise en exploitation du projet) et par un report des rentrées locatives prévues par la Société. Dans le passé, le plus gros impact lié à ce risque était pour le projet « Domaine des Etangs » (impact moyen). La réception provisoire du projet « Domaine des Etangs » était planifiée fin avril 2020, mais a connu un retard de deux mois en raison de la pandémie du Covid-19 (voir également la Section 2.4 ci-dessous) avec, par voie de conséquence, un décalage dans le temps de deux mois de loyer (pour un montant total de 123.000 EUR) et des intérêts intercalaires complémentaires (estimés à 48.000 EUR).

Pour les projets en développement (catégorie B), un retard de 3 mois se traduirait par des intérêts intercalaires supplémentaires de 135.000 EUR (représentant 0,3% du coût total d'investissement) et entraînerait une diminution des revenus locatifs de 229.000 EUR en 2021 et de 144.000 EUR en 2022.

La probabilité de survenance de ce risque est moyenne et son impact serait moyen à élevé.

- **le risque de faillite d'un entrepreneur:** la faillite d'un entrepreneur entraînerait ipso facto l'interruption du chantier et l'obligation de le faire reprendre par un autre entrepreneur.

La probabilité de survenance de ce risque est faible car pour les projets en développement (liste arrêtée au 31 août 2020), la Société a signé des contrats avec des entrepreneurs différents pour chaque projet. Cependant, l'impact financier est potentiellement élevé car la faillite d'un entrepreneur engendrera inévitablement un retard dans la livraison du chantier et induira des coûts supplémentaires (frais d'avocats, révision du coût des travaux encore à réaliser).

2.1.2 *Risques inhérents aux agences immobilières sociales (« AIS »)*

Les loyers en cours au 31 août 2020 s'élèvent à 5,2 MEUR sur une base annuelle. Les agences immobilières sociales (« AIS ») représentent 58 % des loyers et ce pourcentage augmentera encore à 73% quand l'ensemble des appartements loués à des personnes physiques dans le portefeuille immobilier acquis à Mechelen fin 2019 auront été repris en location par l'AIS locale.

Le tableau repris à la Section 6.3.4d identifie le top 5 des locataires actuels.

Au 31 août 2020, la Société a des baux ou des mandats de gestion en vigueur avec 8 AIS en région bruxelloise, 4 AIS en Flandre et 1 AIS en Wallonie.

Les différences entre les contrats de location et les mandats de gestion sont plus amplement décrites à la Section 6.4.1 du présent Prospectus.

- **Le risque de défaillance d'une AIS :** Pendant la durée de vie du bail ou du mandat de gestion, il est possible que l'AIS à laquelle le bâtiment est loué ne respecte pas ses engagements contractuels (tel que le paiement des loyers). Les AIS restent en effet elles-mêmes exposées, dans une certaine mesure, à la solvabilité des occupants finaux (sous-locataires) et à l'obtention de subsides. Bien que la Société elle-même n'y ait pas encore été confrontée, cette situation est déjà survenue en Belgique.

Le risque existe également que les subsides accordés aux AIS diminuent, en raison par exemple de restrictions budgétaires au niveau des Régions. Une telle diminution des subsides pourrait à son tour entraîner l'impossibilité pour l'une ou l'autre AIS d'honorer l'entièreté de ses engagements financiers, voire entraîner sa défaillance.

En Région de Bruxelles-Capitale et en Région flamande, il existe des systèmes de garantie mis en place par les Régions et intervenant en cas de défaut d'une AIS, atténuant de ce fait les conséquences d'un tel défaut pour le propriétaire. A Bruxelles, en cas de retrait ou de non-renouvellement de l'agrément d'une AIS, celle-ci transfèrera les contrats qu'elle a conclus à une autre AIS de la Région (il existe 24 AIS à Bruxelles). En Région flamande, la Vlaamse Maatschappij Voor Sociaal Wonen (« VMSW ») assure le contrôle des AIS, et peut prendre l'initiative d'imposer des sanctions à une AIS qui serait mal gérée : retrait de l'agrément, obligation d'établir un plan de redressement, obligation de collaborer avec une autre AIS, obligation de faire appel à une aide spécialisée externe afin d'améliorer la gestion de l'AIS. Par ailleurs, la VMSW est tenue en vertu d'un décret de reprendre l'obligation de payer le loyer de l'AIS défaillante pendant une durée de neuf mois maximum, à condition que le contrat entre la Société et l'AIS soit reconnu en vertu de ce décret. En cas de défaut d'une AIS wallonne, aucune garantie n'existe actuellement.

Au 31 août 2020, sur base des loyers contractuels, la répartition des contrats avec les AIS entre les trois régions est la suivante : Bruxelles (81%), Flandre (16%) et Wallonie (3%).

Compte tenu de l'importance des logements AIS dans le cadre de la politique sociale des Régions, la probabilité de survenance du risque de défaillance d'une AIS est faible à moyenne.

Par contre, comme 4 des 5 plus importants locataires sont des AIS, si une de celles-ci devait faire défaut, l'impact financier qui en découlerait serait élevé à très élevé. Les loyers annuels payés par l'AIS MAIS (locataire le plus important) représentent 954.000 EUR. Cependant, la Société reste propriétaire des logements qui pourraient soit être reloués à une autre AIS ou un autre opérateur social, soit même, à défaut d'une telle solution, être reloués ou revendus sur le marché libre.

- **Le risque de résiliation d'un bail conclu avec une AIS** : Il est possible qu'une AIS mette fin anticipativement à un ou plusieurs bail (baux) conclu(s) avec la Société, sur base de la législation régionale applicable aux baux de résidence principale et qui permet actuellement de résilier ces baux à tout moment moyennant un préavis de trois mois et une indemnité dégressive de trois, deux ou un mois au cours des trois premières années du bail concerné. 35% du portefeuille est donné en location sur la base d'un bail de résidence principale (voir Section 6.1.6 e).

A l'heure actuelle, la probabilité de survenance d'un tel risque est faible à moyenne puisque, dans un tel cas, l'AIS serait obligée de reloger les occupants individuels, ses sous-locataires, dans d'autres logements avant la date de la fin anticipée du bail avec la Société. Or, depuis de nombreuses années, on observe une pénurie au niveau de l'offre sur le marché des logements à loyer abordable.

L'impact financier serait faible à moyen selon l'importance des loyers générés par l'immeuble pour lequel le bail serait éventuellement résilié.

- **Le risque économique à la fin d'un mandat de gestion avec une AIS** : Dans le cadre des mandats de gestion, les AIS concluent les contrats de bail avec les occupants au nom et pour le compte de la Société (voir plus de détails dans la Section 6.4 du présent Prospectus). A la fin d'un mandat de gestion, les contrats de bail signés avec les occupants continueront donc à sortir leurs effets et les occupants pourront dès lors rester en payant un loyer individuel directement à la Société. Or, en Région de Bruxelles-Capitale, les loyers payés par les occupants peuvent être (si les occupants ont des revenus inférieurs au plafond de revenus d'accès au logement social) inférieurs à ce que la Société perçoit comme rémunération de l'AIS sous le mandat de gestion. Cette différence est estimée à 16 % des loyers.

Si une AIS devait mettre fin à un mandat de gestion et que la Société devait reprendre la gestion d'un immeuble pour son compte, cela engendrerait par ailleurs des frais de gestion supplémentaires (ressources humaines) à charge de la Société. Ces frais sont estimés à 15 à 20 EUR/mois/logement.

La probabilité de survenance de ce risque est moyenne. Il est en effet très vraisemblable qu'à l'issue des mandats de gestion, ceux-ci seront reconduits pour une nouvelle durée. A défaut, les locataires individuels risquent en effet de tous perdre progressivement leur logement et de devoir se reloger aux conditions normales de marché.

S'il survenait, l'impact financier serait faible à moyen en fonction du revenu locatif généré par l'immeuble et de la différence éventuelle entre le montant versé par l'AIS et les loyers que celle-ci encaisse des occupants. Dans l'hypothèse où le principal mandat de gestion ne serait pas renouvelé (45 appartements confiés à l'AIS Baita dans l'immeuble Domaine des Etangs à Anderlecht), la Société devrait face à une diminution de ses revenus de 49.000 EUR par an (soit environ 1% des revenus locatifs annuels) et une augmentation de ses frais de gestion de 8.000 EUR à 11.000 EUR par an (soit environ 5% des charges immobilières annuelles).

2.1.3 Risque de vide locatif

Au 31 août 2020, les revenus locatifs et le vide locatif de la Société se répartissent de la façon suivante :

Type Activité	Loyers (kEUR)	En %	Vide locatif (kEUR)	En %
Logement abordable	4.280	82	241	5,3%
Infrastructure Handicap	422	8	0	0
Infrastructure sociale	527	10	0	0
Total	5.229	100	241	4,4 %

Les logements loués à des AIS ainsi que les immeubles loués à des ASBL ou d'autres opérateurs dans le secteur du handicap ne présentent pas de risque de vide locatif pour la Société (même si un logement est vide, l'AIS, l'ASBL ou l'opérateur sont contractuellement obligés de payer le loyer au propriétaire). Le vide locatif observé au 31 août 2020 provient de :

- cinq surfaces commerciales et le bureau au Domaine des Etangs (114 kEUR par an) ;
- les emplacements de parking disponibles dans différents bâtiments (76 kEUR par an) ; et

- c) l'immeuble Dieleghem (51 kEUR par an) pour lequel la Société attend le départ des deux derniers locataires avant de le louer à la Croix-Rouge, pour l'hébergement de demandeurs d'asile, ou à une AIS (l'immeuble se compose de 12 unités de logements).

Au 31 août 2020, les loyers payés pour les commerces et pour les parkings s'élevaient à respectivement 193.000 EUR et 34.000 EUR par an.

Dans le secteur de l'infrastructure sociale, il convient aussi de signaler un risque de vide locatif pour l'immeuble « Volral » à Jette. Cet immeuble est loué à la Croix-Rouge de Belgique pour l'accueil de demandeuses d'asile. Le mode de financement de ce locataire est tel qu'il ne peut pas s'engager sur un contrat de location d'une durée supérieure à un an. Le bail actuel est conclu pour une durée indéterminée. En cas de renon de la Croix-Rouge de Belgique et après un préavis contractuel de 12 mois, l'immeuble pourrait être loué à un autre acteur dans le même secteur (p.ex. Fedasil), ou à un acteur dans le secteur du handicap, ou à défaut l'immeuble pourrait être converti en logements et loué à une AIS. Dans ce dernier cas de figure, la durée nécessaire à la délivrance d'un permis d'urbanisme pourrait être couverte par la période de préavis, tandis que la réalisation des travaux occasionnerait un vide locatif d'environ six mois, qui correspond à un impact faible. Le loyer annuel payé par la Croix-Rouge s'élève actuellement à 191.000 EUR.

Enfin, pour l'immeuble « Pavillon 7-9 » à Schaerbeek, la Société n'a pas encore signé de contrat de location pour la crèche au rez-de-chaussée de l'immeuble. Il pourrait donc y avoir un vide locatif après la réception provisoire (planifiée en avril 2021). Le loyer annuel demandé est de 93.000 EUR.

En résumé, la probabilité de survenance d'un vide locatif pour les surfaces accessoires (commerces et parkings) est très élevée, puisque certaines surfaces s'avèreraient toujours plus difficiles à louer et l'impact financier est moyen (entre 100.000 et 250.000 EUR par an).

2.2 Risques financiers

2.2.1 Risque de ne pas pouvoir distribuer un dividende (suffisant)

Conformément à la loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées, l'Arrêté Royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées et toutes autre lois ou arrêtés pris en exécution de ces derniers (ensemble, la « **Législation SIR** »), au moins 80 % du résultat net positif corrigé (au sens de l'article 13 de l'Arrêté Royal SIR), diminué de la baisse nette de l'endettement de la Société au cours de l'exercice, doit être distribué chaque année aux actionnaires au titre de dividende. Cette obligation de distribution est soumise à deux limites. Premièrement, elle ne peut pas mener à la distribution d'un montant qui ne pourrait pas être distribué conformément au Code des sociétés et des associations (le « **CSA** ») et, deuxièmement, une telle distribution ne peut être effectuée si elle a pour effet d'augmenter le taux d'endettement (consolidé ou statutaire) au-delà de 65 % des actifs nets consolidés ou statutaires (selon le cas), ou si ce seuil est déjà dépassé avant la distribution envisagée. Voir Section 5.4 au sujet de l'obligation de distribution des SIR.

Une diminution importante de la juste valeur des actifs immobiliers de la Société provoquerait une diminution de la valeur des fonds propres et donc une augmentation du taux d'endettement de la Société. Si ce taux d'endettement monte à un niveau supérieur à 65 %, la Société ne serait pas en mesure de pouvoir distribuer un dividende.

Le tableau ci-dessous simule la réduction de la juste valeur que le portefeuille devrait enregistrer avant que le taux d'endettement de 65 % ne soit atteint. Il faudrait une réduction de la juste valeur des actifs immobiliers de 70,87 % (2021), 63,35 % (2022) ou 48,29 % (2023) pour atteindre cette limite de distribution.

	2021	2022	2023
Prévisions - valeur totale des actifs immobiliers	185.218.963 EUR	198.587.017 EUR	230.332.331 EUR
Prévisions - Taux d'endettement	18,57 %	23,36 %	33,07 %
Simulation de la réduction de valeur pour atteindre 65 % de taux d'endettement	-131.260.494 EUR	-125.811.447 EUR	-111.217.298 EUR
Equivalent en % de réduction de la valeur totale des actifs immobiliers	70,87 %	63,35 %	48,29 %

La probabilité de survenance de ce risque est dès lors très faible.

La diminution de la juste valeur des instruments de couverture pourrait également limiter ou empêcher la distribution d'un dividende, mais le risque est très faible au vu des contrats de couverture actuellement conclus par la Société. Voir Section 6.6 du présent Prospectus pour les détails sur les contrats conclus. A titre d'exemple, si les taux d'intérêt (IRS 3 mois) venaient à chuter de 1%, la diminution de juste valeur des instruments de couverture s'élèverait à 373.277 EUR, soit moins de 0,3% de la valeur du total des actifs au 31 août 2020.

La Société n'a, à ce jour, encore jamais distribué de dividende mais ceci est conforme avec la stratégie adoptée jusqu'à présent par ses fondateurs et acceptée par ses actionnaires actuels (voir Section 4.5). La Société anticipe de ne pas pouvoir distribuer un dividende pour l'exercice qui se clôturera au 31 décembre 2020 car elle devra prendre en charge une partie importante des frais liés à son introduction en bourse ce qui aboutira à un résultat négatif.

Si la Société venait à ne plus pouvoir distribuer un dividende suffisant, l'impact négatif sur le cours de l'action pourrait être significatif.

2.2.2 Risque de financement et de liquidité

La Société se finance intégralement par le recours à l'emprunt auprès de partenaires bancaires. Au 31 août 2020, la Société dispose de 6 lignes de crédits négociées avec 4 banques différentes et ce pour un total de 80 millions d'EUR (voir détail dans la Section 6.1.5).

Aucun crédit ne vient à échéance sur les exercices 2021 et 2022. Un total de 51 millions d'EUR est déjà prélevé sur ces lignes au 31 août 2020. Le coût moyen de la dette au 30 juin 2020 est de 1,52 %.

Au regard de la situation économique actuelle, le risque de survenance que l'obtention d'un futur financement soit plus onéreux ou que la Société éprouve des difficultés à se financer auprès des établissements de crédit est faible et l'impact financier serait moyen (entre 100.000 et 250.000 EUR par an).

Par ailleurs, la Société peut être exposée à un risque de liquidité qui résulterait d'un manque de trésorerie dans l'hypothèse d'une non-reconduction à leur échéance ou d'une résiliation de ses contrats de financement. Ce risque peut notamment se produire si la Société ne devait pas respecter les ratios financiers convenus avec les banques.

Si le risque de non-renouvellement d'une ligne de crédit à son échéance finale est faible, son impact financier pourrait être très élevé en raison de la crise de liquidité que cela pourrait entraîner dans le chef de la Société. L'absence de renouvellement d'une ligne de crédit pourrait être atténuée, dans la mesure du possible, par le prélèvement sur une partie ou l'entière des autres lignes encore disponibles et ce le temps de négocier une nouvelle ligne de crédit.

Au 31 décembre 2020, dans l'hypothèse où l'Offre ne se réaliserait pas, la Société estime qu'elle aura tiré un total de 53 millions d'EUR sur ses lignes de crédit existantes. Les besoins de financement nécessaires sur les exercices 2021, 2022 et 2023 sont estimés respectivement à 25,8, 10,7 et 28,6 millions d'EUR (voir Section 7.3.3). En conséquence, si le montant total de l'Offre n'est pas placé, la Société pourrait être dans l'incapacité d'assurer la totalité de ses engagements au-delà de 2021 sur base des crédits déjà contractés et devrait négocier dans le courant des prochains mois de nouvelles lignes de crédit.

2.2.3 Risques liés à la variation des taux d'intérêt

Les taux d'intérêt à court, moyen et long terme sur les marchés financiers peuvent fluctuer fortement.

Pour les lignes de crédit actuelles, 55 millions d'EUR sont à taux variable tandis que 25 millions d'EUR sont des crédits à taux fixe.

La politique de couverture des taux flottants mise en place par la Société prévoit que maximum 15 % des actifs puissent être financés à taux flottant; au 30 juin 2020, sur base d'un total des actifs consolidés de 136 millions d'EUR, ce maximum est donc de 20,4 millions d'EUR. Or, à cette même date, les crédits bancaires à taux flottant non couverts représentaient 15 millions d'EUR.

Au 31 août 2020, la Société a souscrit des instruments financiers de couverture de taux pour une couverture de 40 millions d'EUR. Ceux-ci permettent d'échanger le taux flottant du marché contre un taux fixe.

Le tableau ci-dessous permet d'apprécier l'évolution du taux moyen de financement de la Société avec l'évolution des taux flottants du marché en prenant pour hypothèse que tous les crédits sont prélevés dans leur intégralité.

Evolution du taux flottant sur les marchés	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Evolution du taux de financement global de la Société	1,34 %	1,34 %	1,34 %	1,53 %	1,72 %	1,90 %	2,09 %	2,28 %

Chaque hausse de 1 % des taux d'intérêt au-delà de 0 % engendrerait un coût complémentaire de financement pour la Société de 150.000 EUR annuellement.

Une hausse des taux d'intérêt est souvent liée à une hausse de l'inflation. Les loyers étant soumis à l'indexation, la hausse des taux d'intérêt pourrait être compensée en partie par l'indexation des loyers.

Vu qu'il s'agit d'un risque découlant de facteurs macro-économiques, la Société peut difficilement estimer sa probabilité de survenance. La Société estime que l'impact financier d'un tel risque est faible à court terme. En effet au 31 août 2020, la Société avait prélevé un montant de 51 millions d'EUR sur un total de 80 millions d'EUR de lignes de crédit, pour une couverture de 40 millions d'EUR, avec des maturités de respectivement de 4 ans et 3 mois pour les crédits, et 7 ans et 8 mois pour les instruments de couverture.

Parallèlement, une variation des taux d'intérêt peut affecter la juste valeur de ces instruments de couverture, ayant pour effet d'enregistrer une plus ou moins-value latente sur ces instruments de couverture.

Compte tenu des taux excessivement bas obtenus sur la négociation de *hedges* de la Société, une variation importante à la baisse de leur juste valeur signifierait une diminution drastique des taux des marchés pour une longue période. A titre d'exemple, si les taux d'intérêt (IRS 3 mois) venaient à chuter de 1%, la diminution de juste valeur des instruments de couverture s'élèverait à 373.277 EUR, soit moins de 0,3% de la valeur du total des actifs au 31 août 2020. La Société estime que ce scénario est très peu probable et que son impact serait faible.

2.2.4 Risque lié à l'évolution de l'inflation

Plus de 90 % des revenus locatifs de la Société résultent de la mise à disposition d'actifs immobiliers dans le cadre de contrats à long terme (baux ou mandats de gestion), générant des revenus indexés sur base de l'indice « santé ». L'évolution de cet indice sera donc un élément déterminant pour les loyers qu'encaissera la Société.

Si l'inflation reste faible ou nulle, les loyers encaissés stagneront et il est possible que les coûts augmentent plus rapidement que les revenus.

Vu qu'il s'agit d'un risque découlant de facteurs macro-économiques, la Société peut difficilement estimer sa probabilité de survenance. Toutefois, le plan financier étant basé sur une inflation anticipée d'1,25 % par an, la Société considère que l'impact financier serait moyen à élevé.

2.2.5 Risque lié à l'application des normes comptables IFRS

Dans les comptes consolidés au 31 décembre 2019, une variation de juste valeur non réalisée sur un immeuble de placement a été reconnue en capitaux propres, sans être préalablement reconnue dans l'état consolidé du résultat global dans la ligne variations de la juste valeur des immeubles de placement. Cette imputation a eu pour effet de surestimer le résultat net et le résultat global d'Inclusio pour un montant de 118.940,92 EUR.

Une application correcte de la norme IFRS 3, 2(b) aurait pour conséquence que ce montant de - 118.940,92 EUR ne devrait pas être repris dans la colonne « Réserve du solde des variations de juste valeur des biens immobiliers » de l'état consolidé des variations de capitaux propres pour l'exercice clôturé le 31 décembre 2019.

Cette erreur sera corrigée lors de l'établissement des états financiers consolidés au 31 décembre 2020 mais n'a pas d'impact sur la valeur intrinsèque par action puisque le total des capitaux propres de la Société reste identique. Le « résultat net » corrigé et le « résultat global » corrigé au 31 décembre 2019 est dès lors de 403.842 EUR au lieu de 522.783 EUR.

2.3 Risques réglementaires

2.3.1 *Risques inhérents au statut de SIR publique*

En tant que société immobilière réglementée publique (« **SIR** » ou « **SIRP** »), la Société sera soumise à la Législation SIR qui contient des exigences assez contraignantes concernant les obligations de diversification (tant en termes de contrepartie que d'actifs), le taux d'endettement, l'affectation du résultat (voyez la Section 5.4 pour ce qui concerne l'obligation de distribution) ou encore la gestion des conflits d'intérêts.

Au niveau du risque de concentration en termes de contrepartie : au 31 août 2020, la juste valeur des immeubles loués par l'AIS M.A.I.S. représente 16,8 % de la juste valeur du portefeuille immobilier en exploitation (Catégorie A) de la Société. Cependant, ce pourcentage décroîtra progressivement vu les perspectives de croissance à court et moyen terme du portefeuille immobilier. D'autre part, le risque de concentration pourrait également se trouver renforcé en cas de fusion de deux AIS entre elles en région de Bruxelles-Capitale.

Au niveau du risque de concentration en termes d'ensemble d'actifs : au 31 août 2020, l'actif « Domaine des Etangs » à Anderlecht représente 16,1 % de la juste valeur du portefeuille en exploitation. La croissance projetée du portefeuille immobilier induira une diminution progressive de ce pourcentage au cours des prochains mois.

En ce qui concerne le taux d'endettement, la législation SIR impose que le taux d'endettement ne dépasse pas 65%. Le taux d'endettement actuel de la Société (avant l'Offre) est de 37,07 % (31 août 2020) et si l'Offre est entièrement souscrite, il est prévu que ce taux d'endettement chute à environ 5% au 31 décembre 2020. La probabilité de survenance d'un dépassement du plafond légal du taux d'endettement est donc très faible.

Si la Société devait perdre son agrément de SIR, elle ne profiterait plus du régime fiscal des SIR, ce qui signifierait que la Société serait soumise à l'impôt des sociétés. En outre, la perte de l'agrément en tant que SIR permet en principe aux banques de résilier anticipativement les contrats de crédit. Une telle résiliation anticipée mettrait en péril la survie de la Société puisque les montants prélevés sur les lignes de crédits s'élèvent à 51 MEUR au 31 août 2020.

La probabilité de survenance de ce risque est considérée comme faible. Cependant dans l'hypothèse peu probable où la Société perdrait son agrément SIRP, l'impact financier sur les résultats de la Société serait très élevé et la Société ne serait probablement plus à même de payer un dividende.

2.3.2 *Modifications de la législation fiscale*

Les immeubles donnés en location à des AIS bénéficient aujourd'hui d'un précompte immobilier réduit tant en Région flamande qu'en Région wallonne. En Région de Bruxelles-Capitale les immeubles donnés en location à une AIS bénéficient d'une exonération complète du précompte immobilier. Au 31 août 2020, le précompte immobilier sur le portefeuille immobilier en exploitation est estimé avant réductions à 540.000 EUR/an. Les exonérations et réductions de précompte immobilier pour location à des AIS sont estimées à 320.000 EUR. La suppression de cet avantage fiscal aurait un impact financier élevé. Cependant, si le régime bruxellois venait à être adopté par la Flandre et la Wallonie, cela aurait par contre un impact financier positif pour la Société (gain annuel supplémentaire de 120.000 EUR).

Compte tenu de l'importance grandissante des immeubles donnés en location à des AIS dans le cadre de la politique sociale des Régions, la Société estime qu'il est peu probable que des mesures restrictives soient prises au niveau de ces avantages fiscaux. Le risque de survenance est donc faible, mais l'impact financier négatif d'une telle mesure sur les revenus opérationnels de la Société – et dès lors sur le résultat distribuable - serait toutefois élevé.

2.3.3 La réglementation sur les logements donnés en location à des AIS

En Région de Bruxelles-Capitale, le niveau des loyers payables au propriétaire est soumis à des plafonds stricts par les arrêtés régionaux applicables aux AIS, en fonction des caractéristiques des logements concernés. Si ces plafonds étaient revus à la baisse, le rendement de nouveaux investissements de la Société pourrait diminuer.

En Région flamande et en Région wallonne, le niveau des loyers payables au propriétaire est déterminé par chaque AIS sur base de ses règles internes de fonctionnement. Toutefois, les législations régionales pourraient évoluer et imposer un plafond strict sur les loyers payables au propriétaire, ce qui pourrait également engendrer une diminution du rendement de nouveaux investissements de la Société.

La probabilité de survenance est moyenne, compte tenu de l'importance du logement AIS dans le cadre de la politique sociale menée par les Régions. Son impact financier éventuel serait très faible pour les projets déjà en phase d'exploitation au moment de la modification législative, mais il pourrait être élevé pour le développement de la Société.

De manière générale, la Société reste exposée à toute évolution législative qui impacterait négativement (ou positivement) les investissements ou les projets de développement de la Société destinés à être donnés en location à une AIS. Ainsi, dans le cadre de ses projets de rénovation d'immeubles de logements, la rentabilité des projets en cours de la Société pourra dépendre du niveau des divers subsides à la rénovation susceptibles d'être perçus. Par exemple, en Région de Bruxelles-Capitale, les primes à la rénovation de l'habitat peuvent s'élever, en 2020, à 80 % de 35.000 EUR (soit 28.000 EUR) par logement pour la rénovation de logements de plus de 30 ans qui seront loués à une AIS pour une durée minimale de 9 ans après la réalisation des travaux. Si la Société développe un projet en budgétisant de telles primes, mais que le système de primes est modifié l'année où les travaux commencent, cela pourrait avoir un impact financier élevé.

De même, la Société peut aujourd'hui bénéficier d'une TVA réduite à 12 % en cas de construction de logements neufs destinés à être pris en location ou en gestion par des AIS au moyen d'un bail ou mandat de gestion de minimum 15 ans, mais il n'existe aucune garantie quant au maintien de ces mesures à l'avenir. Une baisse de ce taux réduit bénéficierait à la Société, mais une hausse de ce taux ralentirait son développement. Le risque de survenance d'une modification du taux de TVA est moyen, mais si ce taux réduit devait être revu à la hausse l'année où les travaux commencent, l'impact financier serait très élevé.

2.4 Risques liés à une pandémie de type Covid-19

La Société mène une stratégie « Business to Business » et la plus grande partie de ses actifs immobiliers est donnée en location au moyen de baux de longue durée à des opérateurs (AIS, Communes et CPAS) publics ou soutenus par les pouvoirs publics. Une pandémie de type Covid-19 pourrait toutefois impacter négativement les revenus de la Société de trois manières :

- en premier lieu, via le report d'un ou deux mois de la mise en location à une AIS d'un immeuble ou d'un certain nombre de logements en cours de transfert vers une AIS, ce report constituant un simple décalage temporel ;
- en second lieu, en raison de la suspension temporaire de certains chantiers de rénovation ou de construction avec, pour conséquence, un décalage temporel dans la mise en location de l'immeuble concerné ; et
- enfin, via l'impact qu'une telle pandémie pourrait avoir sur la santé économique de quelques locataires commerçants de la Société qui louent à celle-ci des espaces commerciaux en pied d'immeubles résidentiels. Une moins bonne santé économique de ces commerçants pourrait entraîner une suspension de paiement et/ou une réduction temporaire ou définitive du loyer ou, alternativement, pour les espaces commerciaux encore disponibles à la location, une plus grande difficulté à obtenir le loyer initialement prévu.

A titre illustratif, l'impact de la pandémie Covid-19 depuis le début de l'exercice 2020 (situation au 31 août 2020) a été le suivant :

Les décalages temporels dans l'avancement de certains chantiers (induisant un report dans la réception du chantier et, par conséquent, le début de la phase d'exploitation) ont engendré une baisse des rentrées locatives estimée à:

Projet	Décalage temporel [mois]	Impact financier (décalage) [milliers EUR]
B018 Domaine des Etangs	2	123
V006 Corstienslei	2	27
V024 Dendermondsesteenweg	3	16
W003 Auflette – Phase 1	1	8
W006 Roosevelt	1	25
Total		199

Le retard dans la livraison du projet « Domaine des Etangs » a aussi engendré des intérêts intercalaires complémentaires de 48.000 EUR (soit un surcoût de 0,25% du coût total de l'investissement).

Les loyers payés par des commerces représentent 3,7% du total des loyers et l'impact de la pandémie Covid-19 sur ces activités est resté très limité. Des gratuités de loyer ont été accordées aux commerces pour un montant de 6.000 EUR.

Sur base de tous ces éléments, l'impact financier d'une pandémie de type Covid-19 peut être considéré comme moyen à élevé.

Depuis le 31 août 2020 un seul locataire (immeuble B014 – Vekemans) a demandé une suspension temporaire des loyers en cours.

2.5 Risques liés à l'Offre

2.5.1 *L'Offre pourrait être réalisée pour un montant inférieur à celui annoncé, pouvant dans ce cas impacter le plan d'investissement de la Société et la liquidité des Actions Offertes. Aucun montant minimum n'est fixé dans l'Offre.*

La Société peut procéder à une augmentation de capital d'un montant réduit, correspondant à un nombre d'Actions Offertes inférieur au nombre maximum d'Actions Offertes dans le cadre de l'Offre. Le nombre maximum d'Actions Offertes est de 2.803.738. Il convient de noter que l'Offre ne comporte pas de montant minimum. Si toutes les Actions Offertes ne sont pas souscrites à l'occasion de l'Offre, le produit net de l'Offre pourrait être limité en tout ou en partie au produit net des Engagements de Souscription (tels que décrits dans la Section 11.5) du présent Prospectus. Le nombre réel d'Actions Offertes souscrites sera confirmé sur le site internet de la Société et au moyen d'un communiqué de presse. Par conséquent, un nombre d'Actions Offertes inférieur au nombre maximum d'Actions Offertes dans le cadre de l'Offre pourrait être disponible à la négociation sur le marché, ce qui pourrait limiter la liquidité des Actions Offertes.

En outre, si toutes les actions offertes ne sont pas souscrites, les moyens financiers de la Société seront réduits et la Société pourrait ne pas être en mesure de réaliser le plan d'investissement envisagé (voir Section 4.1 sur l'utilisation escomptée du produit de l'Offre).

La Société considère que la probabilité de survenance de ce risque est faible mais son impact financier négatif pourrait être important car la progression anticipée des résultats et du dividende dépend de la croissance du portefeuille.

2.5.2 *Absence de marché public préalable relatif aux Actions Offertes et possibilité qu'un marché actif relatif aux Actions Offertes ne se développe pas – Impact d'une cession de participation importante sur le cours de bourse*

Préalablement à l'Offre, les Actions de la Société n'ont jamais fait l'objet d'une négociation sur un marché boursier.

Après la clôture de l'Offre (si le nombre maximum d'Actions Offertes a été souscrit), la Société devrait avoir un free float de 66,73 % (en tenant compte des actionnaires dépassant le seuil de transparence de 3% à l'issue de l'Offre).

Un marché (de négociation) actif des Actions Offertes pourrait ne pas se développer, ou s'il se développe, ne pas perdurer ou ne pas être suffisamment liquide après la clôture de l'Offre. Si un marché (de négociation) actif ne se développe pas, ou ne perdure pas, la liquidité et le cours des Actions Offertes pourraient en être défavorablement affectés. Une faible liquidité des Actions Offertes peut impacter négativement le prix auquel un investisseur peut vendre les Actions Offertes s'il cherche à conclure une vente dans un délai court.

A cet égard, il convient d'observer que l'assureur liégeois Integrale, à ce jour l'actionnaire le plus important de la Société avec une participation qui représente 24,60% du capital (avant l'émission de nouvelles actions dans le cadre de l'Offre), est engagé dans un dialogue avec la Banque Nationale de Belgique, compte tenu de sa sous-capitalisation. Il est possible à cet égard qu'Integrale soit amenée à céder certains de ses actifs au fil des prochains mois ou années. Si Integrale devait décider de vendre sa participation à un prix inférieur au cours de bourse ou de vendre une partie importante de sa participation (ce qu'elle est en droit de faire à l'issue de la période de lock-up de 180 jours suivant la Clôture de l'Offre), cela pourrait impacter négativement l'évolution future du cours de l'action Inclusio et ce d'autant plus s'il devait s'avérer que le nouvel investisseur rachetant sa participation ne correspond pas au profil des actionnaires de la Société.

En résumé, il convient donc de rappeler que le prix des actions fluctuera sur le marché au fil du temps (et qu'il peut notamment fluctuer – le cas échéant substantiellement – en cas de cession, sur une courte période, d'un nombre élevé d'actions par des actionnaires importants) et que le Prix d'Emission n'est dès lors pas représentatif du prix auquel les Actions seront échangées ensuite sur le marché public.

Vu la situation d'Integrale, la Société considère que la probabilité de survenance de ce risque est élevée. Son impact financier potentiel dépendra de la décote qu'un actionnaire devrait éventuellement consentir s'il cherche à conclure la vente d'un important volume d'actions dans un délai court.

3 INFORMATIONS GÉNÉRALES

3.1 Déclaration de responsabilité

La Société, Inclusio SA, ayant son siège avenue Herrmann-Debroux 40, 1160 Bruxelles et représentée par son organe d'administration¹², assume la responsabilité du contenu du présent Prospectus. L'organe d'administration de la Société déclare que les informations contenues dans le présent Prospectus sont, à sa connaissance, conformes à la réalité et ne comportent aucune omission de nature à en altérer la portée.

Par ailleurs, le rapport de l'expert immobilier (voir Section 6.5) et les rapports du commissaire (relatifs aux comptes pro-forma) (voir Section 7.2.5) ont été inclus dans le Prospectus avec leur consentement.

3.2 Avis aux investisseurs

Ni Belfius Banque SA/NV, ni Banque Degroof Petercam SA/NV (les « **Underwriters** ») ne font de déclaration ni ne donnent de garantie, expresse ou implicite, ou encore n'assument une quelconque responsabilité pour l'exactitude, l'exhaustivité ou la vérification des informations contenues dans le présent Prospectus, et rien dans le présent Prospectus ne constitue, ou ne peut être considéré comme constituant, une promesse ou déclaration par les Underwriters que ce soit pour le passé ou pour l'avenir. En conséquence, les Underwriters déclinent, dans toute la mesure permise par les lois applicables, toute responsabilité, aquilienne, contractuelle ou autre, en ce qui concerne le présent Prospectus ou toute déclaration de ce type.

En prenant une décision d'investissement, les investisseurs doivent se fonder sur leur propre évaluation, examen, analyse de et enquête sur la Société, des termes de l'Offre et du contenu du présent Prospectus, en ce compris les avantages et les risques encourus. Tout achat d'Actions Offertes doit se fonder sur les évaluations qu'un investisseur peut juger nécessaires, en ce compris la base et les conséquences juridiques de l'Offre, dont les conséquences fiscales éventuellement applicables, avant de décider d'investir ou non dans les Actions Offertes. Outre leur propre évaluation de la Société et des termes de l'Offre, les investisseurs doivent se fier uniquement aux informations contenues dans le présent Prospectus, y compris les facteurs de risque décrits dans le présent document et tous les avis que la Société publie en vertu des lois applicables ou des règles pertinentes d'Euronext Brussels.

Les investisseurs doivent également reconnaître (i) qu'ils ne se sont pas fiés aux Underwriters ou toute personne liée aux Underwriters que ce soit dans le cadre de la vérification de l'exactitude des informations contenues dans le présent Prospectus ou dans le cadre de leur décision d'investissement; et (ii) qu'ils se sont fondés uniquement sur les informations contenues dans le présent Prospectus et qu'aucune personne n'a été autorisée à fournir quelques informations que ce soit ou à faire des déclarations concernant la Société ou ses filiales ou les Actions Offertes (autres que celles figurant dans le présent Prospectus) et, que si d'autres informations ou déclarations ont été fournies ou faites, ils ne doivent pas s'y fier ni les considérer comme ayant été autorisées par la Société ou les Underwriters.

Ni la Société, ni les Underwriters, ou leurs représentants respectifs, ne font une quelconque déclaration à quelque destinataire de l'Offre ou acquéreur des Actions Offertes que ce soit, concernant la légalité d'un investissement dans les Actions par un tel destinataire de l'Offre ou acquéreur en vertu des lois applicables à ce destinataire de l'Offre ou acquéreur. Chaque investisseur doit consulter ses conseillers quant aux aspects juridiques, fiscaux, commerciaux et financiers liés à une acquisition des Actions Offertes.

¹² Voir section 8.2.1 pour la composition de l'organe d'administration de la Société.

Aucune personne n'a été autorisée à donner des informations ou à faire des déclarations en rapport avec l'Offre, autres que celles figurant dans le présent Prospectus, et, si d'autres informations ou déclarations ont été données ou faites, elles ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées. Sans préjudice de l'obligation de la Société de publier des suppléments au Prospectus lorsque légalement requis (tel que décrit ci-dessous), ni la distribution du présent Prospectus, ni une quelconque vente effectuée à quelque moment que ce soit après la date du présent Prospectus, ne pourra, en aucun cas, être interprétée comme signifiant qu'il n'y a eu aucun changement dans les affaires de la Société depuis la date du présent Prospectus ou que les informations figurant dans le présent Prospectus seront en tout temps correctes après cette date.

Les Underwriters agissent pour la Société et personne d'autre en rapport avec l'Offre. Ils ne considéreront aucune autre personne (destinataire ou non de ce document) comme leurs clients respectifs en rapport avec l'Offre et ne seront responsables à l'égard de personne d'autre que la Société pour avoir fourni les protections offertes à leurs clients respectifs ou pour avoir donné des conseils en ce qui concerne l'Offre ou toute transaction ou arrangement visé dans le présent Prospectus. Nonobstant ce qui précède, les Underwriters agiront, en ce qui concerne la gouvernance des produits, conformément aux dispositions applicables de la directive 2014/65/EU concernant les marchés d'instruments financiers et de la directive déléguée (UE) 2017/593 complétant la directive 2014/65/UE.

La distribution du présent Prospectus et l'Offre peuvent, dans certaines juridictions, être restreintes par la loi, et le présent Prospectus ne peut être utilisé pour les besoins de, ou en rapport avec, toute offre ou sollicitation émanant de quiconque dans une juridiction où pareille offre ou sollicitation n'est pas autorisée ou à toute personne à qui il est illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Le présent Prospectus ne constitue pas une offre de vente, ou l'invitation à une offre d'achat d'Actions Offertes dans une quelconque juridiction où pareille offre ou sollicitation serait illégale. La Société et les Underwriters exigent des personnes en possession du présent Prospectus qu'elles s'informent de toutes ces restrictions et qu'elles les respectent. Tout manquement à ces restrictions est susceptible de constituer une violation de la législation relative aux valeurs mobilières dans les juridictions concernées. Ni la Société ni les Underwriters n'acceptent une quelconque responsabilité en cas de violation par quiconque, qu'il s'agisse ou non d'un acquéreur potentiel d'Actions Offertes, de toutes ces restrictions. La Société et les Underwriters se réservent le droit, à leur entière discrétion, de rejeter toute offre d'achat d'Actions Offertes qui, d'après la Société, les Underwriters ou leurs agents respectifs, pourrait donner lieu à une violation des lois, règles ou règlements.

Le présent Prospectus vise à informer les investisseurs potentiels dans le contexte et dans le seul but d'évaluer un éventuel investissement dans les Actions Offertes. Il contient des informations choisies et résumées, n'exprime aucun engagement ou reconnaissance ou renonciation, et ne crée pas de droits, expressément ou implicitement, envers quiconque autre qu'un investisseur potentiel. Les investisseurs doivent évaluer, avec leurs propres conseillers, si nécessaire, si les Actions Offertes sont un investissement approprié pour eux, eu égard à leurs revenus personnels et à leur situation financière. En cas de doute sur le risque que comporte l'investissement dans les Actions Offertes, les investisseurs devraient s'abstenir d'investir dans les Actions Offertes.

Les résumés et descriptions des dispositions légales, principes comptables ou comparaisons de tels principes, les formes de sociétés légales ou les relations contractuelles mentionnés dans le Prospectus ne peuvent en aucun cas être interprétés comme servant de base pour une autre évaluation, ou comme un investissement, un conseil juridique ou fiscal aux investisseurs potentiels. Les investisseurs potentiels sont vivement invités à consulter leur propre conseiller financier, comptable ou d'autres conseillers au sujet des aspects juridiques, fiscaux, économiques, financiers ou autres en relation avec la négociation ou l'investissement dans les Actions.

3.3 Approbation du prospectus

La FSMA, en tant qu'autorité compétente au titre du Règlement Prospectus a approuvé la version française du présent Prospectus le 25 novembre 2020, conformément à l'Article 20 du Règlement Prospectus. La FSMA n'approuve (la version française) du Prospectus qu'en tant que respectant les normes en matière d'exhaustivité, de compréhensibilité et de cohérence imposées par le Règlement Prospectus. L'approbation de la FSMA ne constitue pas une appréciation de la qualité de l'Offre proposée aux investisseurs ni de la situation de la Société et la FSMA n'assume aucune responsabilité à cet égard et cette approbation ne peut pas être considérée comme un avis favorable sur la Société, ni sur la qualité des Actions Offertes. Les investisseurs sont invités à procéder à leur propre évaluation de l'opportunité d'investir dans les Actions Offertes.

Le Prospectus a été préparé en français et traduit en néerlandais. Le Résumé du Prospectus a été également traduit en anglais. La Société assume la responsabilité de la cohérence entre les versions française et néerlandaise du Prospectus ainsi que la cohérence de la version anglaise du résumé du Prospectus. Sans préjudice de la responsabilité de la Société en cas d'incohérences entre les différentes versions linguistiques du Prospectus ou du résumé du Prospectus, en cas de divergence entre les différentes versions du Prospectus, la version approuvée par la FSMA (i.e. la version française) prévaudra. En cas d'incohérence entre le Prospectus et le résumé du Prospectus, le Prospectus prévaudra. Les investisseurs peuvent toutefois faire référence aux traductions dans le cadre de transactions avec la Société.

Les informations dans le présent Prospectus sont à jour à la date figurant sur la couverture, sauf indication expresse contraire. La distribution à tout moment du présent Prospectus n'implique pas qu'aucun changement n'est intervenu dans les activités commerciales ou les affaires de la Société depuis la date précitée ni que les informations contenues dans le présent document sont en tout temps correctes après la date susmentionnée. Conformément à l'Article 23 du Règlement Prospectus, un supplément au Prospectus sera publié en cas de fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le présent Prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des Actions Offertes et qui survient ou est constaté entre le moment de l'approbation du présent Prospectus et la clôture de l'Offre ou le début de la négociation des Actions sur Euronext Brussels.

Les investisseurs qui ont déjà accepté de souscrire à des Actions Offertes avant que le supplément ne soit publié ont le droit de retirer leur acceptation pendant deux jours ouvrables après la publication du supplément, à condition que le fait nouveau significatif ou l'erreur ou inexactitude substantielle soit survenu ou ait été constaté avant la clôture de l'Offre ou la livraison des Actions Offertes, si cet événement intervient plus tôt conformément à l'Article 23, §2 du Règlement Prospectus, selon les modalités prévues dans le supplément. Le supplément est soumis à l'approbation de la FSMA. Un supplément au présent Prospectus sera publié si, entre autres : (i) le nombre maximum d'Actions Offertes est réduit avant l'allocation des Actions Offertes; (ii) l'Underwriting Agreement n'est pas signé ou est signé, mais résilié ultérieurement ; ou (iii) la Société décide de révoquer ou de suspendre l'Offre (voir la Section 11.8 « Révocation et suspension de l'Offre »).

3.4 Restrictions de vente

La distribution du présent Prospectus et l'acquisition d'Actions Offertes peuvent, en vertu des lois de certains pays autres que la Belgique, être régis par des réglementations spécifiques. Les personnes en possession du présent Prospectus, ou qui prévoient l'acquisition d'Actions Offertes, doivent se renseigner sur ces réglementations et leurs restrictions éventuelles, afin de s'y conformer. Les intermédiaires ne peuvent pas permettre l'acquisition d'Actions Offertes pour les clients domiciliés dans un pays où de telles restrictions s'appliquent. Aucune personne recevant ce Prospectus (y compris les *trustees* et *nominees*) n'est autorisée à le distribuer dans ou à l'envoyer vers ces pays, sauf conformément aux lois qui y sont applicables. La Société et les Underwriters déclinent expressément toute responsabilité en cas de non-respect des restrictions susmentionnées.

Les sections suivantes sont des communications importantes concernant certains pays qui, si elles sont plus strictes, prévalent sur la communication générale qui précède.

3.4.1 Avis aux investisseurs potentiels dans l'EEE (sauf la Belgique) et au Royaume-Uni

Le présent Prospectus a été préparé en supposant que toute offre d'Actions Offertes sera effectuée, hormis pour ce qui concerne l'offre publique en Belgique, dans le cadre d'une exemption de l'obligation de produire un prospectus pour une telle offre (prévue à l'Article 1.4 (a) du Règlement Prospectus) ce qui implique que cette offre sera adressée uniquement aux investisseurs qualifiés. Le Prospectus a été approuvé par l'autorité compétente en Belgique, et publié conformément au Règlement Prospectus. En conséquence, toute personne faisant ou prévoyant de procéder dans l'EEE (sauf la Belgique) et au Royaume-Uni (chacun, un « **État Pertinent** ») à une offre d'Actions Offertes qui font l'objet du placement envisagé dans le présent Prospectus ne doit le faire que dans des circonstances où ni la Société, ni aucun des Underwriters n'est obligé de produire un prospectus pour une telle offre. Ni la Société ni les Underwriters n'ont autorisé ni n'autorisent, aucune offre d'Actions Offertes par tout intermédiaire financier, en dehors des offres faites par les Underwriters qui constituent le placement final des Actions Offertes envisagé dans le présent Prospectus.

Une offre d'Actions Offertes peut uniquement être faite dans un État Pertinent à toute personne morale qui est un investisseur qualifié tel que défini dans le Règlement Prospectus à la condition qu'une telle offre d'Actions Offertes n'aboutisse pas à une exigence de publication par la Société ou tout Underwriter d'un prospectus en vertu de l'Article 3 du Règlement Prospectus ou d'un supplément au prospectus conformément à l'Article 23 du Règlement Prospectus.

3.4.2 Avis aux investisseurs potentiels aux États-Unis

Aucune des Actions Offertes n'a été ou ne sera enregistrée en vertu du Securities Act ou de toute législation relative aux valeurs mobilières de tout état ou d'une autre juridiction des États-Unis. Les Actions Offertes ne peuvent être offertes, vendues, mises en gage ou autrement transférées, directement ou indirectement, aux ou vers les États-Unis, sauf en vertu d'une exemption des exigences d'enregistrement du Securities Act, ou dans le cadre d'une transaction exemptée de telles exigences et dans le respect de toute législation relative aux valeurs mobilières applicable dans tout état ou autre juridiction aux États-Unis.

En conséquence, aucune des Actions Offertes ne peut être offerte, vendue, mise en gage ou autrement transférée, directement ou indirectement, aux ou vers les États-Unis. En dehors des États-Unis, l'Offre est effectuée sur la base de la *Regulation S*.

Aucune des Actions Offertes n'a été approuvée par la *US Securities and Exchange Commission*, par une quelconque autre commission étatique en matière de valeurs mobilières aux États-Unis ou par toute autre autorité réglementaire des États-Unis, et aucune de ces institutions ne s'est prononcée sur ou n'a endossé les mérites de l'Offre ou l'exactitude ou le caractère adéquat du présent Prospectus. Toute déclaration contraire est une infraction pénale aux États-Unis.

3.4.3 Suisse

Les Actions Offertes ne peuvent pas être offertes au public en Suisse et ne seront pas cotées sur le SIX Swiss Exchange ou sur tout autre marché ou tout autre système de négociation réglementé en Suisse. Ce Prospectus a été préparé sans tenir compte des normes de publicité pour les prospectus d'émission en vertu de l'article 652a ou de l'article 1156 du Code des obligations suisse ou des normes de publicité pour les prospectus de cotation de l'article 27 et suivants du *SIX Swiss Exchange Listing Rules* ou du règlement de cotation de toute autre marché ou de tout autre système de négociation réglementé en Suisse. Ni ce Prospectus ni aucun autre document d'offre ou de commercialisation relatif aux Actions Offertes ne peuvent être distribués au public ou rendus publics de toute autre manière en Suisse.

Ni ce Prospectus ni aucun autre document d'offre ou de commercialisation relatif à la Société ou aux Actions Offertes n'a été ou ne sera déposé ou approuvé par une autorité de surveillance des marchés financiers suisse.

En particulier, le présent Prospectus ne sera pas déposé après de, et l'offre d'Actions Offertes ne sera pas supervisée par, l'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers (FINMA) suisse et n'a pas été et ne sera pas autorisée en vertu du *Federal Act on Collective Investment Schemes* suisse. La protection des investisseurs accordée aux acquéreurs de participations dans des placements collectifs de capitaux en vertu de la *Act on Collective Investment Schemes* suisse ne s'étend pas aux acquéreurs d'Actions Offertes.

3.5 Information disponible

3.5.1 Prospectus

Le présent Prospectus est disponible en français et néerlandais. Le résumé est disponible en anglais. Le présent Prospectus sera mis gratuitement à disposition des investisseurs au siège de la Société, avenue Herrmann-Debroux 40, 1160 Bruxelles, Belgique. Sous réserve de restrictions de vente et de transfert, le présent Prospectus est disponible via internet sur les sites web suivants : www.inclusio.be, rubrique « Investisseurs », sous-rubrique « Prospectus », www.belfius.be/inclusio2020 et www.degroofpetercam.be/fr/actualite/inclusio_2020. La Société est également joignable par téléphone au numéro suivant : +32 (0)2 675 78 82.

La publication du présent Prospectus et du résumé sur internet ne constitue pas une offre de vente ou une sollicitation d'une offre d'achat, et il n'y aura aucune vente d'aucune des Actions Offertes aux États-Unis ou dans toute autre juridiction au sein de laquelle une telle offre, sollicitation ou vente serait illégale avant son enregistrement ou qualification en vertu des lois de cette juridiction ou en faveur de toute personne à laquelle il est interdit de faire une telle offre, sollicitation ou vente. La version électronique ne peut être ni copiée, ni mise à disposition ni imprimée pour diffusion. Les autres informations sur le site internet de la Société ou tout autre site internet ne font pas partie du présent Prospectus. L'information contenue sur le site internet (à l'exclusion du Prospectus ou de tout supplément au Prospectus, le cas échéant) n'a pas été contrôlée ou approuvée par la FSMA. Par ailleurs, ces informations n'ont pas été incorporées par référence dans le Prospectus.

3.5.2 Documents de la Société

La Société est tenue de déposer ses Statuts (modifiés et adaptés) ainsi que tous les autres actes qui doivent être publiés aux Annexes du Moniteur belge auprès du greffe du Tribunal de l'Entreprise de Bruxelles (Belgique), où ceux-ci sont disponibles pour le public. Une copie des statuts de la Société (les « **Statuts** »), tels que modifiés par l'assemblée générale du 29 octobre 2020 sous la condition suspensive du règlement-livraison de l'Offre, et de la charte de gouvernance d'entreprise de la Société (la « **Charte** ») sont également disponibles sur le site internet de la Société. L'objet de la Société est repris à l'article 3 de ses Statuts. Pendant la durée de validité du Prospectus, les documents suivants peuvent, le cas échéant, être consultés sur le site web de la Société (www.inclusio.be) :

- a. la dernière version à jour des Statuts;
- b. la Charte.

Conformément au droit belge, la Société est également tenue de préparer des états financiers annuels statutaires, consolidés et vérifiés. Les états financiers annuels statutaires, avec le rapport du Conseil d'Administration et le rapport d'audit du commissaire, ainsi que les états financiers consolidés, avec le rapport du Conseil d'Administration et le rapport d'audit du commissaire y afférents seront déposés auprès de la Banque Nationale de Belgique, où ils sont accessibles au public. En outre, une fois l'admission des Actions de la Société sur Euronext Brussels devenue effective :

- a. la Société sera tenue de publier un rapport financier annuel (incluant l'information financière à déposer auprès de la Banque Nationale de Belgique et une déclaration de responsabilité) et un rapport financier semestriel (incluant les états financiers condensés, le rapport du commissaire, si vérifiés ou revus, et une déclaration de responsabilité). Ces rapports seront mis à disposition du public : (i) sur le site internet de la Société ; et (ii) sur STORI, le mécanisme de stockage central belge, qui est géré par la FSMA et qui est accessible via stori.fsma.be ou www.fsma.be;
- b. la Société sera également tenue de divulguer des « informations privilégiées », des informations sur son actionnariat et certaines autres informations au public. Conformément au règlement (UE) No 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché et à l'Arrêté Royal belge du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, de telles informations et documents sont mis à disposition par communiqués de presse, les canaux de communication d'Euronext Brussels et STORI ou une combinaison de ces médias. Tous les communiqués de presse publiés par la Société seront mis à disposition sur son site internet. L'adresse du site internet de la Société est www.inclusio.be.

Veuillez noter que les informations susmentionnées et présentées sur le site internet de la Société ne sont pas incorporées par référence et ne font pas partie du Prospectus (à l'exclusion du Prospectus ou de tout supplément au Prospectus, le cas échéant).

3.6 Présentation d'informations financières et d'autres informations

Des arrondis ont été effectués en calculant certaines informations financières incluses dans le présent Prospectus. Par conséquent, les montants indiqués dans certains tableaux peuvent ne pas être des agrégations arithmétiques exactes des chiffres dont ils dérivent.

Les états financiers consolidés de la Société sont préparés conformément aux normes comptables internationales (International Financial Reporting Standards) telles qu'adoptées par l'Union européenne (« **IFRS** »).

3.7 Informations relatives au marché

Le présent Prospectus contient des données relatives au marché issues des publications et études du marché, les rapports du marché préparés par des consultants, des études internes et des avis de consommateurs.

Les sources tierces utilisées par la Société mentionnent généralement que les informations qu'elles contiennent ont été obtenues de sources considérées comme fiables. Ces sources tierces mentionnent, toutefois, également que l'exactitude et l'exhaustivité de telles informations ne sont pas garanties et que les prévisions qu'elles contiennent sont basées sur des hypothèses probables. Etant donné que la Société n'a pas accès aux faits et hypothèses qui sous-tendent de telles données de marché, ou informations statistiques et indicateurs économiques contenues dans ces sources tierces, elle se trouve dans l'impossibilité de vérifier ces informations et, bien que la Société les considère comme fiables, elle ne peut garantir leur exactitude ou intégrité.

Toutefois, lorsque l'information provient d'un tiers, la Société confirme que l'information a été reproduite avec exactitude et, pour autant que la Société le sache et soit en mesure de le vérifier à partir des informations publiées par ses sources tierces, aucun fait n'a été omis qui rendrait l'information reproduite inexacte ou trompeuse.

En outre, certaines informations contenues dans le présent Prospectus ne sont pas basées sur des données publiées obtenues auprès de tiers indépendants ou tirées de celles-ci, mais plutôt sur les meilleures estimations de la Société, qui sont à leur tour basées sur des informations obtenues auprès d'organisations et d'associations commerciales, de consultants et d'autres contacts au sein des industries avec lesquelles la Société est en concurrence, sur des informations publiées par ses concurrents et sur sa propre expérience et connaissance des conditions et tendances des marchés sur lesquels elle opère.

La Société ne peut garantir que les hypothèses qu'elle a formulées lors de la compilation de ces données provenant de sources tierces sont exactes ou reflètent correctement sa position dans le secteur et aucune de ses estimations internes n'a été vérifiée par des sources indépendantes. Ni la Société ni les Underwriters ne font de déclaration ou ne garantissent l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Ni la Société ni les Underwriters n'ont vérifié ces informations de manière indépendante et, bien que la Société les considère comme fiables, ni la Société ni les Underwriters ne peuvent en garantir l'exactitude.

3.8 Déclarations prospectives

Certaines déclarations dans le présent Prospectus (en ce compris les informations incorporées par référence au présent Prospectus) ne sont pas des faits historiques mais des déclarations prospectives. Des déclarations prospectives apparaissent à différents endroits, y compris et sans limitation, sous les Sections 1 « Résumé du Prospectus », ainsi que 2 « Facteurs de risque », 6 « Aperçu des activités » et 7.3 « Prévisions ou estimations du bénéfice ». La Société peut occasionnellement faire des déclarations prospectives, verbales ou écrites, dans des rapports aux actionnaires et dans d'autres communications. Les déclarations prospectives comprennent des déclarations concernant les plans, objectifs, buts, stratégies, événements futurs, revenus ou performances futurs, dépenses en capital, besoins de financement, plans ou intentions concernant des acquisitions, forces et faiblesses concurrentielles et les tendances anticipées par la Société dans les secteurs d'activité et l'environnement politique et juridique dans lesquels elle est active, ainsi que d'autres informations qui ne sont pas des informations historiques.

Des mots tels que « croire », « anticiper », « estimer », « s'attendre à », « avoir l'intention de », « prédire », « projeter », l'utilisation du conditionnel et du futur et d'expressions similaires sont destinés à identifier des déclarations prospectives, mais ne constituent pas les seuls moyens d'identification de ces déclarations.

De par leur nature, les déclarations prospectives s'accompagnent de risques et d'incertitudes inhérents, tant généraux que spécifiques, et le risque existe que les prédictions, prévisions, projections et autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Ces risques, incertitudes et autres facteurs comprennent, entre autres, les éléments énumérés sous le titre « Résumé » et dans la Section « Facteurs de risque », ainsi que ceux inclus ailleurs dans le présent Prospectus. Les investisseurs doivent savoir qu'un certain nombre de facteurs importants pourraient avoir pour effet que les résultats actuels s'écartent substantiellement des plans, objectifs, attentes, estimations et intentions exprimés dans ces déclarations prospectives.

Lorsqu'ils se fient à des déclarations prospectives, les investisseurs doivent étudier attentivement les facteurs précités et d'autres incertitudes et événements, en particulier à la lumière de l'environnement politique, économique, social, industriel et juridique dans lequel la Société évolue. Ces déclarations prospectives ne sont valables qu'à la date à laquelle elles sont faites. En conséquence, la Société ne s'engage à aucune obligation de mise à jour ou de révision de celles-ci, que ce soit par suite de nouvelles informations, d'événements futurs ou autrement, en dehors de ce qu'exigent les lois, règles ou réglementations applicables, en ce compris lorsque le Règlement Prospectus requiert la publication d'un supplément. La Société ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie ni ne fait aucune prédiction quant à la réalisation des résultats anticipés par ces déclarations prospectives, lesquelles ne représentent, dans chaque cas, qu'un scénario parmi de nombreux scénarios possibles et ne doivent pas être considérées comme constituant le scénario le plus probable ou le scénario standard. Lorsque des informations proviennent d'un tiers, ces informations ont été fidèlement reproduites et aucun fait n'a été omis qui rendrait les informations reproduites inexactes ou trompeuses. Les Underwriters ne donnent aucune garantie quant aux éléments prospectifs.

3.9 Autres informations

Dans le présent Prospectus, les références à la « Société » ou à « Inclusio » sont des références à Inclusio SA et les références au « Groupe » sont des références à la Société ainsi qu'à ses filiales consolidées.

Les références à « euro » ou « EUR » ou « € » sont des références à la monnaie commune des États membres de l'Union Européenne faisant partie de la zone euro.

4 INFORMATIONS ESSENTIELLES

4.1 Raisons de l'offre et utilisation du produit

Le produit brut résultant de l'émission des Actions Offertes dépendra du nombre d'Actions Offertes qui seront effectivement souscrites. Si toutes les Actions Offertes ne sont pas souscrites à l'occasion de l'Offre, le produit brut de l'Offre pourrait être limité en tout ou en partie au produit brut des Engagements de Souscription du présent Prospectus, qui s'élèvent à 10.537.488,40 EUR. Le montant minimum brut de l'Offre est donc celui qui découle des Engagements de Souscription, soit 10.537.488,40 EUR.

A supposer que l'ensemble des Actions Offertes soient souscrites (soit 2.803.738 Actions Offertes), le produit brut de l'Offre sera de 59.999.993,20 EUR et sera d'abord alloué comme suit:

1. Frais directement ou indirectement liés à l'Offre: -3.316.000 EUR TVAC (détail à la Section 11.16)
2. Rémunération des Promoteurs: -363.000 EUR TVAC (voir Section 5.3)
3. Rachat de ReKoDe (partie en cash) : -1.160.013,00 EUR (voir Section 5.3)

Le solde de 55.160.980,20 EUR constitue le produit net de l'Offre.

A supposer que seuls les Engagements de Souscription soient souscrits et que l'Offre se limite donc à son montant minimum de 10.537.488,40 EUR, le produit résultant de l'émission des Actions Offertes serait également alloué au paiement des postes visés ci-dessus, donnant un solde de 5.698.475,40 EUR qui constituerait dans ce cas le produit net de l'Offre.

Le produit minimum net de l'Offre est de 5.698.475,40 EUR et le produit maximum net de l'Offre est de 55.160.980,20 EUR.

Dans un premier temps, le produit net de l'Offre servira à réduire les sommes prélevées (soit 51 millions EUR) par la Société sur ses lignes de crédit de type "revolving" (détail à la Section 6.6) avant d'être reprélevées au fur et à mesure des besoins, pour financer les projets en cours de développement (Catégorie B) mais également les dossiers repris dans les Catégories C et D du pipeline mentionné aux Sections 6.3.5, 6.3.6 et 6.3.7.

Le détail des investissements après réception du produit net de l'Offre se décompose comme suit:

- La **Catégorie B** (voir. Section 6.3.5) : 7 projets comprenant 8 immeubles en cours de développement, dont la mise en exploitation se fera dans les trois prochaines années, d'un coût total d'investissement estimé à 36,0 MEUR et dont 17,9 MEUR ont déjà été décaissés au 31 août 2020. Il en résulte donc un solde à financier après clôture au 31 août 2020 de 18,1 MEUR.

Cette catégorie se décompose comme suit :

1. B016 Pavillon 7-9 (Schaerbeek) pour un coût total d'investissement estimé à 9,3 MEUR, mise en exploitation prévue en juillet 2021, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 5,5 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 3,8 MEUR

2. B021 Antares (Woluwe-Saint-Lambert) pour un coût total d'investissement estimé à 12,0 MEUR, mise en exploitation prévue en octobre 2021, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 4,7 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 7,2 MEUR
3. V005 Broedershof (Eeklo) pour un coût total d'investissement estimé à 2,4 MEUR, mise en exploitation prévue en octobre 2021, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 0,6 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 1,8 MEUR
4. V023 Thomashuis Keerbergen (Keerbergen) pour un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2022, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 0,6 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 0,8 MEUR
5. V024 Dendermondsesteenweg (Sint-Niklaas) pour un coût total d'investissement estimé à 1,8 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2021, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 1,4 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 0,4 MEUR
6. V026 Thomashuis Westmalle (Westmalle) pour un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en décembre 2022, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 0,6 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 0,8 MEUR
7. W003 Auflette (Cuesmes) pour un coût total d'investissement estimé à 7,8 MEUR, mise en exploitation prévue en 4 phases ; une première fin 2020 et les 3 autres dans le courant de 2021, montant déjà décaissé au 31 août 2020 : 4,4 MEUR ; montant à décaisser du 1^{er} septembre 2020 jusqu'à la mise en exploitation : 3,4 MEUR

- **Catégorie C** (voir Section 6.3.6) : 10 projets comprenant 13 immeubles pour lesquels la Société a signé des contrats d'acquisition sous condition(s) suspensive(s). Cette Catégorie représente un coût total d'investissement estimé à 47,4 MEUR. Au 31 août 2020, 45,7 MEUR doivent encore être décaissés pour finaliser ces acquisitions, dans la mesure où elles devraient se concrétiser. 1,7 MEUR a déjà été décaissé au 31 août 2020 en vue de l'acquisition du projet B028 Pavillon 1-5 (voir ci-dessous).

Cette catégorie se décompose comme suit :

1. B022 Middelweg (Haren) pour un coût total d'investissement estimé à 20,5 MEUR, mise en exploitation prévue en avril 2023
2. B028 Pavillon 1-5 (Schaerbeek), immeuble déjà en exploitation dont la valeur d'acquisition est de 1,7 MEUR. Le décaissement pour cette acquisition a déjà été effectué auprès du notaire dans les comptes au 31 août 2020
3. V021 Thomashuis Meldert (Meldert) pour un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en juillet 2021
4. V027 Borgerstein (Sint-Katelijne-Waver) pour un coût total d'investissement estimé à 3,7 MEUR, mise en exploitation prévue en avril 2023
5. V028 Nationale (Stekene) pour un coût total d'investissement estimé à 3,2 MEUR, mise en exploitation prévue en juin 2022
6. V029 Melkerij (Wachtebeke) pour un coût total d'investissement estimé à 4,7 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2024
7. W002 Verviers (Stembert) pour un coût total d'investissement estimé à 2,5 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2021

8. W006 Roosevelt (Fraipont-Trooz) pour un coût total d'investissement estimé à 5,0 MEUR, mise en exploitation prévue en mai 2021
 9. W007 Elmer (Strée-Modave) pour un coût total d'investissement estimé à 3,1 MEUR, mise en exploitation prévue en septembre 2022
 10. W00x Coron (Quaregnon), immeuble déjà en exploitation pour un coût total d'investissement estimé à 1,6 MEUR.
- **Catégorie D** (cf. section 6.3.7) : 5 projets dans lesquels la Société est en négociations avancées, représentant un coût total d'investissement estimé à 24,4 MEUR.
- Cette catégorie se décompose comme suit :
1. B025 Lennik 246 (Anderlecht) pour un coût total d'investissement estimé à 4,7 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2023
 2. B0xx Vander Bruggen (Anderlecht) pour un coût total d'investissement estimé à 6,6 MEUR, mise en exploitation prévue en mai 2023
 3. W005 Dragon (Mouscron) pour un coût total d'investissement estimé à 5,5 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2023
 4. W00x Chaussée de Wavre (Grez-Doiceau) pour un coût total d'investissement estimé à 3,6 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2024 ¹³
 5. W00x Prévert (Mons) pour un coût total d'investissement estimé à 4,0 MEUR, mise en exploitation prévue en septembre 2021

L'affectation précise ne peut être déterminée à ce stade, en fonction du timing de concrétisation des projets, du fait que certains projets pourraient ne pas se concrétiser et que d'autres opportunités d'investissement pourraient se présenter.

4.2 Capitaux propres et endettement

Le tableau suivant présente la capitalisation et l'endettement consolidé de la Société au 30 juin 2020 et au 31 août 2020 (le taux d'endettement consolidé mentionné est calculé conformément à la Législation SIR). Ces chiffres ne sont pas certifiés. Ce tableau ne prend pas en compte le produit de l'Offre.

<u>Capitaux propres et endettement</u> en EUR				
		30/06/2020		31/08/2020
Total des dettes à Court Terme		3.850.705		3.816.182
Autres dettes CT	Non garanti/sécurisé		3.850.705	3.816.182
Total des dettes à Long Terme		39.734.791		51.113.210
a. Crédits bancaires LT	Non garanti/sécurisé		39.500.000	51.000.000
b. Endettement financier LT			133.040	11.458
c. Passifs d'impôts différés			101.751	101.751
Total des comptes de régularisation			89.572	157.161
Comptes de régularisation			89.572	157.161

¹³ Ce projet d'investissement a été abandonné postérieurement au 31 août 2020 : voir Section 6.3.9 ci-après

Capitaux propres					
a. Capital souscrit			86.592.300		86.592.300
b. Frais d'augmentation de capital			-1.952.510		-1.952.510
c. Prime d'émission			4.380.623		4.380.623
d. Réserves et résultat			3.233.611		3.784.589
Total des capitaux propres			92.254.025		92.805.002
Total Passif			43.675.069		55.086.553

<u>Endettement net à court et moyen terme:</u>					
	Liquidités		1.734.360		3.352.029
	Crédit bancaire à LT		-39.500.000		-51.000.000

Les capitaux propres consolidés s'élèvent à 92,8 millions d'EUR au 31 août 2020 contre 92,3 millions au 30 juin 2020, soit 62,7 % du total bilantaire. Il n'y a pas eu de modifications importantes au niveau des capitaux propres entre le 31 août 2020 et la date du présent Prospectus.

Au 31 août 2020, l'endettement consolidé net défini comme le total des passifs diminués des passifs d'impôts différés et des comptes de régularisation s'élève à 54,8 millions d'EUR représentant donc un taux d'endettement de 37,07% comparé à un endettement consolidé net de 44,4 millions d'EUR au 30 juin 2020 représentant donc un taux d'endettement de 31,89%.

L'endettement consolidé se décompose, d'une part, en un endettement à long terme à hauteur de 51 millions d'EUR et d'autre part, en un endettement à court terme de 3,8 millions d'EUR. La trésorerie disponible s'élève à 3,4 millions d'EUR au 31 août 2020 contre 1,7 million d'EUR au 30 juin 2020.

4.3 Déclaration sur le fonds de roulement net

À la date du présent Prospectus, la Société est d'avis que, compte tenu de la trésorerie et des équivalents de trésorerie disponibles, elle dispose d'un fonds de roulement net suffisant pour répondre à ses besoins actuels et couvrir les besoins en fonds de roulement net pendant une période d'au moins douze mois à compter de la date du présent Prospectus.

4.4 Intérêt des personnes physiques et morales participant à l'Offre

La Société a des relations d'affaires d'ordre général ou dans le cadre de transactions spécifiques avec les Underwriters; il pourrait dès lors y avoir des conflits d'intérêts susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires. Les commissions qui reviendront aux Underwriters à l'issue de l'Offre s'élèveront à un montant maximum de 1.400.000 EUR (voir Section 11.16).

Belfius Banque fournit des crédits à la Société à concurrence d'un encours total de 25 millions d'EUR et fournit également des instruments de couverture de taux d'intérêts.

Par ailleurs, Belfius Insurance, appartenant au groupe Belfius, est également actionnaire de la Société avec une détention de 6,60 %, soit 285.710 actions, avant la clôture de l'Offre. Belfius Insurance s'est engagée à souscrire à l'Offre à concurrence du nombre d'Actions Offertes nécessaires pour maintenir une participation de 6,6% dans le capital de la Société postérieurement à l'Offre.

Banque Degroof Petercam était (par le biais de sa filiale Imofig SA) un des fondateurs de la Société. Elle a également fourni des services administratifs à la Société, tels que du secrétariat général. Ces services ont désormais pris fin.

Par ailleurs, Banque Degroof Petercam contrôle Imofig SA, laquelle dispose du droit d'avoir un représentant au sein du Conseil d'Administration de la Société, avec effet à partir de la date de clôture de l'Offre. Voyez la Section 8.2.1 pour la composition du Conseil d'Administration. Enfin, Imofig SA, filiale de Banque Degroof Petercam, sera, à la clôture de l'Offre, actionnaire et Promoteur de la Société. Banque Degroof Petercam est actionnaire de la Société à concurrence de 1,1 %, soit 47.620 actions. Lors du rachat de ReKoDe SA par la Société pour un montant de 2.320.000 EUR, Imofig SA en qualité de vendeur se partagera ce montant avec Kois SA et Re-Vive SA. Imofig SA sera rémunérée exclusivement par l'attribution de 36.137 nouvelles actions suite à la vente des actions ReKoDe (voir Section 5.3 pour davantage d'informations au sujet du rachat de ReKoDe SA).

Les Underwriters peuvent de temps à autre également détenir des titres de créance, des actions et/ou d'autres instruments financiers de la Société.

Lorsqu'il agit en qualité de prêteur, un Underwriter n'a pas d'obligations fiduciaires ni aucune autre obligation de quelque nature que ce soit vis-à-vis des actionnaires de la Société et n'est pas tenu de prendre en compte les intérêts des actionnaires.

En outre, François de Borchgrave est un des co-fondateurs de Kois SA, qui sera Promoteur de la Société et actionnaire de la Société après le rachat de ReKoDe par cette dernière. Voir Section 5.3.

Bart De Zutter est, quant à lui, Chief Legal Officer de Re-Vive SA, qui sera également Promoteur de la Société et actionnaire de la Société après le rachat de ReKoDe par cette dernière. Voir Section 5.3.

4.5 Politique de dividende

En tant que SIRP et conformément à l'Article 45, 2° de la Loi SIR, la Société est soumise à une obligation de distribution (le « pay-out ratio ») consistant à devoir distribuer à titre de rémunération du capital un montant correspondant au moins à la différence positive entre : 80 % du résultat net positif de l'exercice (après l'apurement des pertes reportées éventuelles et après les prélèvements des réserves comme décrit à l'Article 13 de l'Arrêté Royal SIR) et la diminution nette, au cours de l'exercice, de l'endettement. Cette distribution est réalisée en respectant les limites imposées par l'Article 7:212 du CSA.

A la date du Prospectus, la Société n'a jamais distribué de dividende. Le dividende sera en principe payé chaque année à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

Aucun dividende ne sera versé en 2021 au titre de l'exercice à clôturer le 31 décembre 2020, en raison de la perte à encourir par la Société notamment à la suite du rachat de ReKoDe et des coûts liés à l'Offre. A ce sujet voyez également les Sections 5.3, 9.3.5 et 9.3.6.

Il n'y a pas de procédures particulières applicables aux détenteurs d'actions non-résidents.

5 INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

5.1 Historique

Inclusio est une société anonyme de droit belge active dans le domaine de l'immobilier à caractère social en Belgique. Elle a obtenu le 25 novembre 2020 un agrément en tant que société immobilière réglementée publique (« **SIRP** »), qui prendra effet à la date de règlement-livraison de l'Offre (prévue le 10] décembre 2020) (voir Section 5.4.2 pour les conditions de prise d'effet de l'agrément SIRP). Inclusio n'est pas une SIR sociale au sens de la Législation SIR.

Inclusio a été constituée le 6 octobre 2011 (sous la dénomination « Bon Pasteur » SA, car son premier projet était localisé rue du Bon Pasteur à Evere). Elle a été transformée en SCA fin 2014 sous le nom Inclusio à l'initiative des trois groupes suivants: Degroof Petercam (par le biais d'Imofig), Kois et Re-Vive, qui deviendront les Promoteurs de la Société une fois que l'agrément SIRP aura pris effet.

Après la construction à Evere d'un premier projet (« Bon Pasteur – Norga ») comprenant deux immeubles à appartements, Inclusio a procédé entre 2015 et 2019 à diverses augmentations de capital et, pour la dernière fois en avril 2019, l'actionnariat de la Société étant ainsi ouvert progressivement à de nombreux investisseurs, parmi lesquels on retrouve des investisseurs publics, des investisseurs institutionnels privés, des ASBL et des personnes physiques. Au 31 décembre 2019, les fonds propres de la Société s'élevaient à 89,4 millions d'euros.

Ces fonds propres, combinés aux lignes de crédit négociées par la Société, lui ont permis de développer d'année en année ses activités d'investissement, en logements à loyer abordable, dans le secteur du handicap et en infrastructure sociale, au moyen d'opérations dont les principales sont reprises ci-après (pour plus de détails, voir Section 6.3) :

- En 2015 : prise de participation de 90 % dans la SRL « Care & 1000 Homes », propriétaire de l'immeuble « Sermon » comprenant 10 logements à Ganshoren, loué à l'AIS Baita ;
- En 2016 :
 - o Acquisition d'un portefeuille de 35 logements (maisons et appartements) et 1 commerce appartenant précédemment à Citydev (SDRB), loué à différentes AIS ;
 - o Acquisition d'un immeuble de 12 logements et 3 commerces, rue Vekemans, à Neder-over-Heembeek, loué à l'AIS « Logement pour Tous » ;
- En 2017 : acquisition d'un immeuble de 20 logements, avenue Brigade Piron, à Molenbeek-Saint-Jean, loué à l'AIS « Le Relais » ;
- En 2018 :
 - o Acquisition d'immeubles en Région flamande (« Tolhuis » à Gand avec 7 logements, « Vijfstraten » à Sint-Niklaas avec 8 logements, « Linde » à Herzele avec 18 logements et un bureau à construire), à Bruxelles (« Beughem » à Schaerbeek avec 20 logements et « Palais 64 » à Schaerbeek avec 20 logements), et en Région wallonne (« Monument » à Ottignies avec 17 logements) ;
 - o Acquisition d'un premier projet de reconversion de bureaux en résidentiel : l'immeuble rue du Pavillon 7-9 à Schaerbeek, destiné à être reconverti en 41 logements aux étages et une crèche au rez-de-chaussée ;
 - o Acquisition d'un premier immeuble destiné à la prise en charge de personnes en situation de handicap, par la prise de contrôle de 100 % des actions de la SCRL « Re-Vive Land Die Keure », propriétaire d'un immeuble de 13 studios à Bruges ;

- En 2019 :
 - Acquisition d'un deuxième projet de reconversion de bureaux en résidentiel : l'immeuble « Antares » à Woluwe-Saint-Lambert, destiné à être reconverti en 79 logements ;
 - Renforcement de la présence de la Société en Région flamande par l'acquisition de la SA Euro-Project, propriétaire de 139 appartements et de 139 emplacements de parking répartis sur une dizaine de sites à Mechelen ;
 - Deuxième projet dans le secteur du handicap, par l'acquisition de l'immeuble en exploitation « Villa Vip » à Herzele, destiné à la prise en charge de 10 personnes en situation de handicap, et par l'acquisition d'un immeuble à rénover à Keerbergen, destiné à être loué à « Thomashuizen België » pour la prise en charge de 9 personnes en situation de handicap ;
 - Première acquisition dans le domaine de l'infrastructure sociale, via l'acquisition de 100 % des actions de la SRL D.V. City, propriétaire d'un centre d'accueil pour femmes et enfants demandeurs d'asile, donné en location à la Croix-Rouge ;
- En 2020 :
 - Prise de contrôle de 100 % des actions de la SA Inclusio Vandenheuvel, propriétaire de 91 logements, 1 surface commerciale et 30 emplacements de parking dans le complexe « Ekla » à Molenbeek-Saint-Jean ;
 - Renforcement du portefeuille d'immeubles à vocation d'infrastructure sociale, via l'acquisition de la SA Dupimmo, propriétaire du site de l'Ecole Active à Uccle, donnée en emphytéose ; et via l'acquisition de l'immeuble « Dielegem » à Jette qui comprend 12 studios ;
 - Acquisition d'un terrain à Eeklo pour le projet « Broedershof » qui comportera 15 logements neufs loués à l'AIS Meetjesland ;
 - Réception provisoire du projet « Corstienslei » à Boechout début juin 2020, loué à l'AIS Woonweb et à l'ASBL Pegode, pour l'accueil et l'hébergement de 18 personnes en situation de handicap lourd ;
 - Réception provisoire du projet « Domaine des Etangs » à Anderlecht fin juin 2020, dans lequel Inclusio est propriétaire de 106 logements, 1 bureau, 6 commerces et 84 emplacements de parking ;
 - Renforcement de la présence de la Société dans le secteur du handicap, par l'acquisition d'un immeuble à reconvertir à Westmalle (pour Thomashuizen België) et par l'acquisition des immeubles en exploitation « Villa Vip » à Bredene et Wondelgem, en juillet et août 2020 ;
 - Acquisition fin août d'un immeuble Rue d'Anderlecht à Bruxelles comportant 36 logements loués à l'AIS Etudiante.

Au 31 août 2020, Inclusio est propriétaire de 49 projets (dont 7 en développement) comptant 62 immeubles (dont 8 en développement) regroupant au total 898 logements, 3 unités d'infrastructure sociale en exploitation (1 école, 1 bureau et 1 centre d'accueil pour demandeuses d'asile) et 1 en développement (crèche), et 14 unités commerciales. A la clôture de l'Offre, une fois son agrément entré en vigueur, Inclusio sera la première SIRP active dans le domaine immobilier à caractère social, avec un portefeuille immobilier de 84.657 m² au 31 août 2020.

La juste valeur des actifs immobiliers de la Société a évolué comme suit (en EUR):

Date	Actifs en exploitation	Actifs en développement	Total
31 décembre 2015	7.579.000	0	7.579.000
31 décembre 2016	17.273.000	0	17.273.000
31 décembre 2017	19.567.887	0	19.567.887
31 décembre 2018	30.040.026	12.974.930	43.014.956
31 décembre 2019	68.512.677	29.032.683	97.545.360

30 juin 2020	117.064.319	15.383.060	132.447.379
31 août 2020	122.527.991	18.435.100	140.963.091

Jusque fin 2017, les premiers immeubles d’Inclusio étaient tous situés en Région de Bruxelles-Capitale. Inclusio a acquis, en 2018, ses premiers immeubles en Région flamande et en Région wallonne.

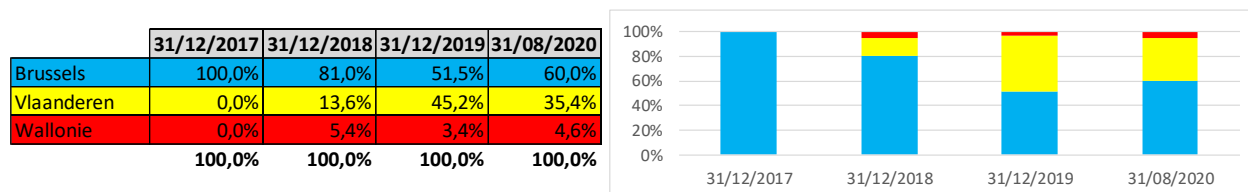
L’évolution depuis 2017 de la répartition par région des actifs immobiliers d’Inclusio en exploitation est la suivante (pourcentages basés sur la juste valeur) :

Région	Jusqu’au 31 décembre 2017	31 décembre 2018	31 décembre 2019	31 août 2020
Bruxelles	100 %	79,1 %	39,5 %	60,1 %
Flandre	0 %	15,0 %	57,9 %	38,4 %
Wallonie	0 %	5,9 %	2,6 %	1,5 %

L’évolution de la répartition par région des actifs immobiliers en développement est la suivante (pourcentages basés sur la juste valeur) :

Région	Jusqu’au 31 décembre 2017	31 décembre 2018	31 décembre 2019	31 août 2020
Bruxelles	0 %	100 %	79,6 %	59,0 %
Flandre	0 %	0 %	15,3 %	15,0 %
Wallonie	0 %	0 %	5,1 %	26,0 %

L’évolution depuis 2017 de la répartition par région des actifs immobiliers en exploitation (catégorie A) et en développement (catégorie B) est la suivante (pourcentages basés sur la juste valeur) :



5.2 Le Groupe

Pour l’essentiel Inclusio détient elle-même les biens immobiliers de son portefeuille :

- pour le portefeuille en exploitation (Catégorie A, cf. Section 6.3.4), 74,4% (pourcentage sur base de la juste valeur) des biens immobiliers sont détenus directement par Inclusio, 1,5% sont détenus via la filiale Catalco et 24,1% via la filiale Euro-Project ;
- pour le portefeuille en développement (Catégorie B, cf. Section 6.3.5), 100% des biens immobiliers sont détenus directement par Inclusio ;
- pour le total du portefeuille en exploitation et en développement (Catégories A et B), cela représente 80,2% pour Inclusio en direct, 1,2% pour Catalco et 18,6% pour Euro-Project.

Inclusio détient une participation dans les filiales suivantes :

5.2.1 *Euro-Project SA*

Euro-Project SA est détenue à 100 % par Inclusio depuis le 29 novembre 2019. La société bénéficie depuis le 20 décembre 2019 d'un agrément en qualité de FIIS. Elle est propriétaire d'un patrimoine de 17 immeubles (répartis sur 10 sites) à vocation exclusivement résidentielle à Mechelen. Les immeubles comportent au total 139 appartements et 139 emplacements de parking. La société a son siège avenue Herrmann-Debroux 40 à 1160 Bruxelles (Auderghem) et est immatriculée au registre des personnes morales sous le numéro 0447.400.424.

La société répond à la définition de société immobilière au sens de l'Article 2, 4°, de la Loi SIR. La participation est valorisée pour 7.968.821 EUR dans les comptes d'Inclusio au 31 août 2020. Cette participation représentait donc, au 31 août 2020, 6,67% de la juste valeur du portefeuille immobilier d'Inclusio. La juste valeur des immeubles de placement au sein du FIIS Euro-Project est de 29.506.828 EUR au 31 août 2020 sur un portefeuille immobilier en exploitation (Catégorie A) total consolidé de 122.527.986 EUR à la même date (soit 24,08%).

La différence entre la valorisation des parts du FIIS et celle de son portefeuille immobilier correspond aux dettes bancaires, qui ont été remboursées au moment de l'achat de la participation par l'octroi par Inclusio d'une avance de fonds à sa filiale.

Euro Project SA sera absorbée par Inclusio rapidement après l'introduction en bourse d'Inclusio.

5.2.2 *Middelweg-Albert SA*

Les actions de la SA Middelweg-Albert sont détenues par :

- Inclusio à raison de 26 % (depuis le 20 décembre 2019);
- Futurn NV à raison de 74%. Futurn NV est détenue à 100% par Futurn Holding NV. Futurn Holding NV est détenue par 4 actionnaires (chacun à 25%) :
 - LIFE NV (Serge Hannecart / Jaap Rosen Jacobsen)
 - Immopro NV (Mathi Gijbels)
 - Binpro BV (Gunther Biddelo)
 - Frederik Baert

La société construit pour compte propre un projet immobilier résidentiel situé rue Middelweg à 1130 Bruxelles (Haren) composé de trois immeubles comprenant au total 123 appartements et 97 emplacements de parking. Inclusio a signé une convention de partenariat avec Futurn NV, qui prévoit que les décisions relatives à l'orientation de la gestion de la société Middelweg-Albert soient prises de commun accord avec Inclusio, de sorte que la filiale Middelweg-Albert est contrôlée de manière conjointe au sens de l'article 1:18 du CSA. Le conseil d'administration est composé de manière paritaire. En cas de situation de blocage au sein du conseil d'administration, la convention d'actionnaires prévoit que les parties, à défaut d'accord entre elles, peuvent faire d'abord appel à un expert indépendant et peuvent ensuite, en cas de désaccord persistant, soumettre le point de désaccord au tribunal compétent. La convention conclue permettra à terme à Inclusio d'obtenir une participation majoritaire via des options put et call pouvant le cas échéant être exercées à terme lorsque l'immeuble sera construit et en exploitation. L'option put pourrait être levée par Futurn Albert pendant une durée de 3 mois prenant cours à la première des deux dates suivantes :

- à la fin du 2^{ème} mois suivant l'encaissement par Middelweg-Albert du premier loyer payé dans le cadre d'un des baux/mandats de gestion sur le projet immobilier développé par Middelweg-Albert, ou
- à partir du 4^{ème} mois après la prise de cours d'un des mandats de gestion/baux sur ledit projet immobilier.

L'option call quant à elle pourrait être levée par Inclusio pendant deux mois, prenant cours le 8^{ème} mois après à partir de la prise de cours d'un des mandats de gestion/baux sur ledit projet immobilier.

Le prix des actions sera calculé sur base de la méthode de l'actif net réévalué, avec une valeur conventionnelle des immeubles de 19.782.777 EUR.

La réception provisoire des immeubles en cours de construction est planifiée au second semestre 2022.

La société a son siège Dumolinlaan 1, bte 0031 à 8500 Courtrai et est immatriculée au registre des personnes morales sous le numéro 0666.408.509.

La société répond à la définition de société immobilière au sens de l'article 2, 4° de la Loi SIR et au critère de « contrôle conjoint » repris à l'article 2,15° de la Loi SIR.

5.2.3 *Catalco SRL*

Catalco SRL est une société immobilière détenue à 100 % par Inclusio depuis le 24 août 2020. La société est propriétaire d'un bien immobilier sis rue d'Anderlecht 168-174 à 1000 Bruxelles, donné en location à l'AIS étudiante. La société a son siège avenue Herrmann-Debroux 40 à 1160 Bruxelles (Auderghem) et est immatriculée auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0860.692.777.

Catalco SRL sera absorbée rapidement par Inclusio après l'introduction en bourse d'Inclusio.

5.2.4 *ReKoDe SA*

Immédiatement après la clôture de l'Offre, Inclusio acquerra l'intégralité des actions de ReKoDe auprès de ses actionnaires actuels à savoir une filiale de la Banque Degroof Petercam (Imofig) (pour 33,33 %), Kois (pour 33,33 %) et Re-Vive (pour 33,33 %), qui sont les initiateurs du projet Inclusio et seront les Promoteurs de la Société (lorsque l'agrément en tant que SIRP de cette dernière aura pris effet). ReKoDe, société de droit belge, est actuellement l'administrateur unique d'Inclusio (l'« **Administrateur Unique** »). Cette acquisition s'inscrit dans une évolution de la gouvernance d'Inclusio: à la clôture de l'Offre, l'actuel Administrateur Unique sera remplacé par un conseil d'administration (voir section 8.1). Pour plus de détails sur cette acquisition, voir la Section 5.3 ci-dessous.

5.3 **Rachat de la SA ReKoDe**

Comme indiqué à la section précédente, la Société va acquérir 100% des actions de ReKoDe SA en vertu d'une convention de cession conclue le 26 juin 2020 avec les actionnaires de ReKoDe SA, à savoir les trois sociétés qui s'engagent à devenir Promoteurs de la Société dans le cadre de l'agrément SIR.

5.3.1 *Principaux éléments de cette convention*

- i. Inclusio acquiert 100 % des actions de ReKoDe, sous la condition suspensive (sans effet rétroactif) du règlement-livraison des actions nouvelles émises dans le cadre de l'Offre;
- ii. Le prix d'acquisition de ces actions s'élève à 2.320.000 EUR, à répartir à parts égales entre les trois actionnaires de ReKoDe et payable comme suit:
 - tranche revenant à Imofig: 100% en actions nouvelles Inclusio;

- tranche revenant à Re-Vive: 25% en actions nouvelles Inclusio et 75% en espèces;
- tranche revenant à Koïs: 25% en actions nouvelles Inclusio et 75% en espèces.

36.137 actions nouvelles seront donc souscrites par Imofig, 9.034 par Re-Vive et 9.034 par Koïs au Prix d'Emission à la Date de Clôture (ensemble, les « **Actions Vendeurs ReKoDe** »).

Les Actions Vendeurs ReKoDe ne seront pas revendues dans le cadre de l'Offre et font l'objet d'engagements de « lock-up ».

- iii. Si l'Offre n'est pas réalisée pour le 10 décembre 2020, la clôture de la cession des actions ReKoDe sera le cas échéant reportée à 2021. Si l'Offre n'a pas eu lieu au plus tard le 30 novembre 2021, Inclusio disposera d'une option d'achat sur les actions ReKoDe pendant 15 jours, suivi d'une option de vente d'une durée de 15 jours dans le chef des actionnaires de ReKoDe. En cas de transfert des actions ReKoDe à la suite de l'exercice d'une des options, le prix sera identique à celui qui aurait été d'application en cas de rachat au moment de l'Offre, c-à-d 2.320.000 EUR, mais il sera intégralement payé en espèces;
- iv. Les actionnaires de ReKoDe SA et la Société feront leurs meilleurs efforts pour réaliser l'Offre en 2020, convertir Inclusio en SA de type moniste (sous réserve de la réalisation de l'Offre) et permettre à Inclusio d'obtenir l'agrément SIRP;
- v. Les trois actionnaires de ReKoDe s'engagent à remplir la fonction de promoteur au sens de la Loi SIR, avec effet dès l'entrée en vigueur de l'agrément SIR et pour une durée de trois ans (qui serait prolongée s'ils devaient acquérir le contrôle d'Inclusio dans l'intervalle). Cet engagement a été confirmé dans une lettre d'engagement. Pour cette fonction, chacun des trois actionnaires se verra attribuer une rémunération unique de 100.000 EUR HTVA, payable en une seule fois dès la réalisation de l'Offre. Cette rémunération se justifie tenant compte de l'importance des engagements souscrits et des risques encourus par chacun des trois actionnaires en leur qualité de Promoteurs de la Société. Elle leur est acquise définitivement, compte tenu de leur engagement tant historique que futur en faveur de la Société (voir ci-après sub vi).
- vi. En vue de pérenniser la finalité sociale d'Inclusio et la représentation des actionnaires actuels de ReKoDe – qui sont les initiateurs du projet Inclusio - au sein du conseil d'administration d'Inclusio (une fois celle-ci devenue une SA de type moniste), l'assemblée générale d'Inclusio du 29 octobre 2020 a voté les éléments suivants :
 1. intégrer dans l'objet d'Inclusio la finalité sociale qu'elle poursuit et prévoir dans les Statuts que cette finalité sociale telle que reprise dans l'objet ne peut être supprimée et/ou modifiée que si cette modification proposée réunit les 90% des voix exprimées en AGE;
 2. assurer aux trois actionnaires actuels de ReKoDe le droit de présenter chacun un représentant au conseil d'administration d'Inclusio pour une durée prenant fin lors de l'assemblée générale ordinaire de la Société à tenir en 2032, les durées de ces mandats successifs ne dépassant pas quatre ans; ce droit de représentation est repris dans les Statuts et ne pourra être supprimé et/ou modifié que si la modification proposée réunit 90% des voix exprimées. Ce droit de présenter chacun un représentant au Conseil d'Administration de la Société se justifie par la volonté de la Société de pouvoir continuer à compter sur l'apport des Promoteurs, via leur représentation au sein du Conseil d'Administration, sur le plan de l'objectif social et sociétal poursuivi par la Société.

A noter que les Promoteurs bénéficieront ainsi de trois postes sur neuf administrateurs, ce qui permet de dégager une représentation équilibrée au sein du conseil, avec trois administrateurs indépendants, trois administrateurs représentant les plus grands actionnaires et trois administrateurs représentant les fondateurs qui ne sont donc en aucune manière en mesure de contrôler les décisions du conseil d'administration.

5.3.2 *Justification du rachat de ReKoDe et du prix d'acquisition de 2.320.000 EUR*

Cette acquisition permet à la Société de réaliser un double objectif :

- En premier lieu la simplification de la gouvernance d'Inclusio qui, grâce à cette acquisition pourra adopter la structure juridique d'une SA avec gouvernance de type moniste et ce dès la clôture de l'Offre. Ce type de gouvernance présente en effet le maximum de garanties au niveau de la transparence de la gestion et réduit les risques de conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration;
- Elle permet d'autre part à Inclusio de mettre un terme, dès la clôture de l'Offre, au contrat de management qui la lie depuis le 19 décembre 2014 à la SA ReKoDe. A défaut d'un tel accord, Inclusio aurait été amenée à payer chaque année à son administrateur unique des honoraires de gestion substantiels et croissants. Ainsi, sur base (i) dudit contrat du 19 décembre 2014, tel que modifié le 15 décembre 2016, et (ii) de l'évolution attendue des affaires lors de la conclusion de l'accord intervenu, les honoraires de gestion dus à ReKoDe auraient évolué comme suit :
 - pour l'exercice 2021 : 368.000 EUR ;
 - pour l'exercice 2022 : 471.100 EUR ;
 - pour l'exercice 2023 : 581.700 EUR ;
 - pour les exercices post 2023 : poursuite de la croissance des honoraires dus à ReKoDe en fonction de la croissance attendue des activités de la Société.

5.3.3 *Processus de négociation – assistance par un consultant externe – respect des règles en matière de conflits d'intérêts*

Tout au long des négociations ayant mené à la conclusion de cet accord les administrateurs non conflictés d'Inclusio se sont fait assister par un conseiller externe. Sur base des données disponibles au moment des négociations, différents scénarios ont été analysés par les administrateurs non conflictés d'Inclusio et le conseiller externe d'Inclusio. Les analyses ont porté, entre autres, sur les niveaux de prix d'acquisition de ReKoDe présentant un impact relatif sur le bénéfice net par action pour l'ensemble des actionnaires actuels et futurs d'Inclusio.

Ces analyses ont conclu que jusqu'à des niveaux de prix d'acquisition pouvant être légèrement supérieurs à 3.000.000 EUR (dans une fourchette de prix allant de 3.000.000 EUR à maximum 3.200.000 EUR), l'acquisition de ReKoDe présentait un potentiel de relution sur le bénéfice net par action pour l'ensemble des actionnaires actuels et futurs d'Inclusio.

Ce niveau de prix de 3.000.000 EUR à 3.200.000 EUR peut donc être considéré comme le point d'inflexion, c'est-à-dire le niveau de prix au-delà duquel le prix d'achat des actions présenterait un risque de dilution pour les actionnaires actuels et futurs d'Inclusio.

Compte tenu du fait que le prix d'acquisition négocié pour l'acquisition des actions de ReKoDe s'élève à 2.320.000 EUR - soit à un montant nettement inférieur audit point d'inflexion - l'acquisition permettra de générer un bénéfice net par action supérieur à celui qui aurait été généré si ReKoDe n'avait pas été acquise par Inclusio et qu'Inclusio aurait dû

continuer à rémunérer d'année en année son administrateur unique.

Il a par ailleurs été tenu compte d'une transaction comparable, identifiée par Inclusio et le conseiller externe d'Inclusio : en 2012, une société immobilière réglementée belge a fait l'acquisition des actions de la société exerçant le rôle d'administrateur unique. Les multiples de résultat d'exploitation dérivés de cette transaction passée appliqués à ReKoDe valorisaient cette dernière entre 3.000.000 EUR et 3.100.000 EUR.

Au vu de ces différentes analyses, les administrateurs non conflictés d'Inclusio ont estimé que le prix de 2.320.000 EUR pour l'acquisition de la totalité des actions de ReKoDe était raisonnable et justifié.

Le potentiel relatif est immédiat. Il tient évidemment compte du prix d'achat de 2.320.000 EUR et du fait que son traitement comptable entrainera une moins-value immédiate d'environ 2.320.000 EUR (voir point 5.3.4 ci-après). Le potentiel de relation estimé par la Société se situe entre 10,7 % et 6,6 % entre 2021 et 2023, en tenant compte des prévisions reprises à la Section 7.3.

La négociation a été menée « at arms length », dans le strict respect des dispositions du Code des sociétés et des associations en matière de conflits d'intérêts.

Quant au paiement de la moitié du prix en Actions Vendeurs ReKoDe, il illustre l'attachement continué des trois actionnaires de ReKoDe au succès de la Société et leur volonté de continuer à y concourir, non seulement en leur qualité d'administrateurs, mais également en tant qu'actionnaires.

5.3.4 Traitement comptable de cette opération

ReKoDe SA sera absorbée ou liquidée rapidement après l'introduction en bourse de la Société. ReKoDe dispose d'un seul actif consistant en 5 actions d'Inclusio (à concurrence de 100 EUR au total). Le prix de rachat des actions est contractuellement fixé à 2.320.000 EUR, tandis que les fonds propres au 31 décembre 2019 s'élèvent à 110.255,88 EUR.

Dès le lendemain du rachat des actions de la SA ReKoDe, la convention de management entre Inclusio et ReKoDe sera résiliée avec effet immédiat et la Société comptabilisera une moins-value sur cette participation à concurrence d'environ 2.320.000 EUR.

5.4 Statut de société immobilière réglementée publique

5.4.1 Régime légal applicable aux SIR, SIRP et SIRS

Une SIR est une société opérationnelle spécialisée dans la mise à disposition de biens immobiliers à des utilisateurs, dont les titres doivent être cotés en bourse dans les douze mois de l'obtention de l'agrément et qui se conforme aux dispositions de la Législation SIR. Cette réglementation comprend principalement la loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées (la « **Loi SIR** ») et l'Arrêté Royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées (l'« **Arrêté Royal SIR** »).

La SIR doit prendre la forme d'une société anonyme moniste ou à administrateur unique.

Il existe trois sortes de SIR : les SIR publiques (« **SIRP** ») qui peuvent avoir recours à l'appel public à l'épargne et dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, et les SIR institutionnelles (« **SIRI** ») qui sont sous le contrôle d'une SIRP et qui ne peuvent récolter des fonds qu'auprès d'investisseurs spécifiques agissant uniquement pour leur propre compte, conformément à l'Article 2 de la Loi SIR, et les SIR sociales (« **SIRS** ») qui sont les sociétés immobilières réglementées publiques constituées sous la forme d'une société coopérative à responsabilité limitée à but social et soumises à un régime particulier.

La SIR est une société créée pour une durée indéterminée (Article 11, §6 de la Loi SIR), autorisée par et soumise au contrôle la FSMA (Articles 9 et 12, §2 de la Loi SIR) et qui dans la Loi SIR est définie par son activité (Article 4 de la Loi SIR).

Cette activité consiste à mettre, directement ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation, des immeubles à la disposition d'utilisateurs et, éventuellement, dans les limites prévues à cet effet, à détenir d'autres types de « biens immobiliers » tels que des actions dans des sociétés immobilières, des sicafis publiques, des parts dans certains OPC immobiliers étrangers, des actions émises par d'autres SIR et des certificats immobiliers.

Une SIR peut dans ce cadre exercer toutes les activités liées à la construction, l'aménagement, la rénovation, le développement (pour son propre portefeuille), l'acquisition, la cession, la gestion et l'exploitation d'immeubles.

Une SIR doit développer une stratégie qui puisse lui permettre de conserver ses biens immobiliers sur le long terme et est donc tenue de développer une gestion active, ce qui implique qu'elle soit elle-même responsable du développement et de la gestion quotidienne de ses biens immobiliers. Ceci implique que son activité est plus large que la simple acquisition de biens immobiliers pour en percevoir les loyers et/ou les revendre. La Loi SIR impose de manière spécifique à la SIR d'exercer elle-même ses activités, d'entretenir des relations directes avec ses clients et fournisseurs, de disposer d'équipes opérationnelles qui doivent représenter une partie substantielle de son personnel.

Pour avoir accès au statut de SIRP et au régime fiscal de « transparence » prévu pour cette société, la SIR est soumise à diverses obligations, parmi lesquelles :

- Obligation de distribution (le « pay-out ratio ») (Article 45 de la Loi SIR et 13 de l'Arrêté Royal SIR) : la SIRP doit distribuer à titre de rémunération du capital un montant correspondant au moins à la différence positive entre 1) 80 % du montant égal à la somme du résultat statutaire corrigé et des plus-values nettes sur réalisation de biens immobiliers non exonérées de l'obligation de distribution; et 2) la diminution nette, au cours de l'exercice, de l'endettement de la SIRP ; toutefois, la SIRP doit par ailleurs tenir compte des limites imposées par le CSA, en vertu duquel aucune distribution ne peut être faite lorsque l'actif net, tel qu'il résulte des comptes annuels de la SIRP, est, ou deviendrait, à la suite d'une telle distribution, inférieur au montant du capital appelé, augmenté de toutes les réserves que la loi ou les Statuts ne permettent pas de distribuer ;

- Limitation du taux d'endettement (Article 45 de la Loi SIR) : le taux d'endettement consolidé de la SIRP et de ses filiales et le taux d'endettement statutaire de la SIRP ne peuvent dépasser, autrement que par la variation de la juste valeur des actifs, 65 % des actifs consolidés ou statutaires, selon le cas, sous déduction des instruments de couverture autorisés; au cas où le taux d'endettement consolidé de la SIRP et de ses filiales dépasse 50 % des actifs consolidés, sous déduction des instruments de couverture autorisés, la SIRP doit élaborer un plan financier accompagné d'un calendrier d'exécution, décrivant les mesures destinées à éviter que le taux d'endettement consolidé ne dépasse 65 % des actifs consolidés ; le taux d'endettement consolidé d'Inclusio s'élève à 37,1 % au 31 août 2020 ; aucun élément postérieur au 31 août 2020 n'est de nature à augmenter sensiblement ce taux d'endettement ;
- Diversification des actifs immobiliers (Articles 7 et 28 à 30 de la Loi SIR) : les actifs de la SIRP doivent être diversifiés de façon à assurer une répartition adéquate des risques en termes d'actifs immobiliers, par région géographique et par catégorie d'utilisateur ou locataire ; aucune opération de la SIRP ne peut avoir pour effet que plus de 20 % de ses actifs consolidés ne soient placés dans des biens immobiliers ou actifs qui forment un seul « ensemble d'actifs », ce qui correspond à un ou plusieurs immeubles ou actifs dont le risque d'investissement est à considérer comme un seul risque dans le chef de la société immobilière réglementée publique (sous réserve d'exceptions accordées par la FSMA et pour autant que le taux d'endettement consolidé de la SIRP et de ses filiales ne dépasse pas 33 % des actifs consolidés, sous déduction des instruments de couverture autorisés) ;
- Les actions d'une SIRP doivent être admises à la négociation sur un marché réglementé belge et au moins 30 % de ses titres avec droit de vote doivent être détenus de manière permanente et continue par le public (Article 23, § 3 de la Loi SIR) ;
- La SIR doit se conformer à des règles strictes en matière de conflits d'intérêts et de structures de contrôle interne (Articles 36 à 38 de la Loi SIR) ;
- La SIR ne peut pas agir en tant que promoteur, sauf occasionnellement (Article 41 de la Loi SIR) ;
- Le portefeuille doit être comptabilisé à la « juste valeur » (selon les normes IFRS) ; la SIR ne peut pas amortir ses biens immobiliers ;
- Le portefeuille immobilier de la SIR est évalué à la fois périodiquement (trimestriellement) et de manière ponctuelle (par exemple, lorsque la SIR émet des actions ou fusionne) par un expert immobilier indépendant (Article 47 de la Loi SIR). L'expert immobilier ne peut être chargé de l'évaluation d'un même bien immobilier que pendant trois années consécutives au maximum. À l'issue de cette période, il ne peut réévaluer ce bien qu'après un délai de trois ans à compter de la fin de la période précédente (Article 24, § 2 de la Loi SIR) ;
- A l'occasion d'une augmentation de capital par souscription en espèce, la SIR est tenue de respecter le droit de préférence des actionnaires ou, en cas de suppression de ce dernier, d'accorder un droit d'allocation irréductible en faveur de ses actionnaires (une exception étant possible pour un montant réduit) (Article 26 de la Loi SIR). Cette règle n'est pas applicable en cas d'apport en numéraire avec limitation ou suppression du droit de préférence, complémentaire à un apport en nature dans le cadre de la distribution d'un dividende optionnel, pour autant que l'octroi de celui-ci soit effectivement ouvert à tous les actionnaires.

- A l'occasion d'une augmentation de capital par souscription en nature, la SIR est tenue de faire établir un rapport par son conseil d'administration et par son commissaire, conformément aux Articles 26, §2 de la Loi SIR, et 7:196 et 7:197 du CSA. En cas d'apport en nature, le prix d'émission ne peut être inférieur à la valeur la plus faible entre (a) une valeur nette par action ne datant pas de plus de quatre mois avant la date de la convention d'apport ou, au choix de la Société, avant la date de l'acte d'augmentation de capital et (b) la moyenne des cours de clôture des trente jours calendrier précédant cette même date. Ces règles ne sont pas applicables en cas d'apport du droit au dividende dans le cadre de la distribution d'un dividende optionnel, à condition que l'octroi de celui-ci soit effectivement ouvert à tous les actionnaires.

La SIR bénéficie d'un régime de transparence fiscale, ses revenus immobiliers et les plus-values sur les biens immobiliers qu'elle détient n'étant pas soumis à l'impôt des sociétés. Les SIR ne sont imposables que sur les avantages anormaux ou bénévoles reçus ainsi que sur les dépenses et charges non déductibles à titre de frais professionnels, autres que des réductions de valeur et moins-values sur actions ou parts et que des surcoûts d'emprunt visés à l'article 198/1 du CIR 92 qui ne sont pas non plus considérés comme des frais professionnels. Elles sont également soumises à la cotisation spéciale sur commissions secrètes visée à l'article 219 du CIR 92, et ne peuvent pas imputer à l'impôt des sociétés, le précompte mobilier retenu à la source sur les dividendes d'origine belge reçus. Comme corollaire de ce régime spécial, les SIR sont soumises à une *exit-tax* dès leur agrément, en vertu de laquelle les plus-values latentes sur les actifs (entre autres, les biens immobiliers) sont imposées au taux actuel de 15 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1^{er} janvier 2020).

5.4.2 Agrément SIRP d'*Inclusio*

La Société a reçu son agrément en qualité de SIRP par décision de la FSMA du 25 novembre 2020. Cet agrément prendra effet une fois le règlement-livraison de l'Offre (à savoir la clôture de l'Offre) intervenu et la Société convertie en société anonyme de type moniste. Ces deux conditions se réaliseront à la Date de Clôture, laquelle est prévue le 11 décembre 2020, selon la chronologie suivante :

- tout d'abord, le règlement-livraison des Actions Offertes dans le cadre de l'Offre sera acté devant notaire par un représentant de l'organe de gestion de la Société;
- immédiatement après, l'acquisition des actions ReKoDe par la Société deviendra effective et la conversion en SA de type moniste (avec le remplacement de l'administrateur-unique par un conseil d'administration) sera actée devant notaire par un représentant de l'organe de gestion de la Société;
- ensuite de quoi, l'agrément en qualité de SIRP entrera en vigueur.

L'obtention du statut de SIRP étant reportée à la clôture de l'Offre, la Société ne doit donc pas encore respecter les obligations applicables aux SIRP dans le cadre de la présente Offre. La suppression du droit de préférence, conformément au CSA, n'implique pas de devoir accorder un droit d'allocation irréductible, étant donné que l'obtention du statut SIR est reportée à la clôture de l'offre. De la sorte, l'Offre est ouverte en très grande partie à de nouveaux investisseurs, permettant une diversification de l'actionnariat.

En ce qui concerne l'obligation de diversification des actifs immobiliers, il est précisé qu'aucun des actifs immobiliers détenus par la Société ne dépasse le seuil de 20 % à la date du présent Prospectus. L'actif le plus important est le « Domaine des Etangs » à Anderlecht, qui représente 16,1 % de la juste valeur du portefeuille immobilier en exploitation au 31 août 2020 (pour plus de détails, voir section 6.3.4c**Error! Reference source not found.**). Aucun locataire ne loue plus de 20 % de la juste valeur du portefeuille en exploitation. Le locataire le plus important est l'Agence Immobilière Sociale M.A.I.S., qui loue divers biens immobiliers dont la juste valeur totale représente 16,8 % de la juste valeur du portefeuille immobilier en exploitation au 31 août 2020 (pour plus de détails, voir Section 6.3.4d).

5.5 Objet social

L'objet de la Société (avec effet lors de l'entrée en vigueur de l'agrément SIRP) est libellé comme suit (article 3 des Statuts).

Dans la cadre de la réalisation de son objet, tel que décrit ci-dessous, la Société poursuit un objectif social. La Société s'assigne comme mission principale d'offrir sur le long terme, à des populations fragilisées, des logements de qualité à un niveau de loyer sensiblement plus bas que le loyer normal de marché. Son segment prioritaire est l'acquisition, le développement et la gestion d'immeubles mis à la disposition de locataires à revenus modestes. Elle s'assigne comme mission complémentaire l'investissement dans tout projet immobilier à caractère social, même en dehors du secteur du logement (exemples non limitatifs : crèches, écoles, centres de jours pour personnes en situation de handicap, maisons de jeunes, etc.).

La Société sélectionne ses projets en fonction de leurs impacts sociaux positifs.

La Société a pour objet exclusif de :

- (a) mettre, directement ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation conformément aux dispositions de la Législation SIR, des immeubles à la disposition d'utilisateurs et ;
- (b) dans les limites fixées par la Législation SIR, détenir des biens immobiliers au sens de la Législation SIR, et ;
- (c) conclure sur le long terme, le cas échéant en collaboration avec des tiers, directement ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation conformément aux dispositions de la Législation SIR, avec un pouvoir adjudicateur public ou adhérer à un ou plusieurs:
 - (i) contrats DBF, les contrats dits "Design, Build, Finance";
 - (ii) contrats DB(F)M, les contrats dits "Design, Build, (Finance) and Maintain";
 - (iii) contrats DBF(M)O, les contrats dits "Design, Build, Finance, (Maintain) and Operate"; et / ou
 - (iv) contrats pour les concessions de travaux publics relatifs aux bâtiments et / ou autre infrastructure de nature immobilière et aux services relatifs à ceux-ci, et sur base desquels :
 - (i) la société immobilière réglementée est responsable, de la mise à la disposition, l'entretien et / ou l'exploitation pour une entité publique et / ou les citoyens comme utilisateurs finaux, afin de répondre à un besoin social et / ou de permettre l'offre d'un service public; et
 - (ii) la société immobilière réglementée, sans devoir nécessairement disposer des droits réels, peut assumer, complètement ou en partie, les risques de financement, les risques de disponibilité, les risques de demande et / ou les risques d'exploitation, ainsi que le risque de construction; et

- (d) détenir initialement moins de 25 % dans le capital d'une société dans laquelle les activités visées à l'article 3.1, (c) des Statuts sont exercées, pour autant que ladite participation soit convertie par transfert d'actions, endéans un délai de deux ans, ou tout autre délai plus long requis par l'entité publique avec laquelle le contrat conclu, et après la fin de la phase de constitution du projet de Partenariat Public-Privé (au sens de la Législation SIR), en une participation conforme à la Législation SIR.

Si la Législation SIR devait être modifiée à l'avenir et autoriser l'exercice de nouvelles activités par la Société, la Société pourra également exercer ces nouvelles activités autorisées par la Législation SIR.

Dans le cadre de la mise à disposition d'immeubles, la Société peut, notamment, exercer toutes activités liées à la construction, l'aménagement, la rénovation, le développement, l'acquisition, la cession, la gestion et l'exploitation d'immeubles.

A titre accessoire ou temporaire, la Société peut effectuer des placements en valeurs mobilières ne constituant pas des biens immobiliers au sens de la Législation SIR. Ces placements seront effectués dans le respect de la politique de gestion des risques adoptée par la Société et seront diversifiés de façon à assurer une diversification adéquate des risques. La Société peut également détenir des liquidités non affectées, dans toutes les monnaies, sous la forme de dépôts à vue ou à terme ou de tous instruments du marché monétaire susceptibles d'être aisément mobilisés.

Elle peut en outre souscrire à des instruments de couverture autorisés, visant exclusivement à couvrir le risque de taux d'intérêt et de change dans le cadre du financement et de la gestion des activités de la Société visées par la Loi SIR et à l'exclusion de toute opération de nature spéculative.

La Société peut prendre ou donner un ou plusieurs immeubles en location-financement. L'activité de donner en location-financement avec option d'achat des immeubles peut uniquement être exercée à titre accessoire, sauf si ces immeubles sont destinés à des fins d'intérêt public en ce compris le logement social et l'enseignement (auquel cas l'activité peut être exercée à titre principal).

La Société peut s'intéresser par voie de fusion ou autrement, dans toutes affaires, entreprises ou sociétés ayant un objet similaire ou connexe et qui soient de nature à favoriser le développement de son entreprise et, en général, faire toutes les opérations se rattachant directement ou indirectement à son objet ainsi que tous les actes utiles ou nécessaires à la réalisation de son objet.

Un des buts de la Société est d'avoir un impact positif significatif sur la société et l'environnement, au travers de ses activités opérationnelles et commerciales.

5.6 Label B-Corp



Inclusio bénéficie du label « B-Corp » depuis 2015. Ce label constitue une belle reconnaissance internationale de l'impact sociétal positif poursuivi par la Société. Inclusio attend sous peu les résultats de la re-certification en cours, qui se fait tous les 3 ans. Il y a actuellement 15 sociétés belges qui bénéficient du même label¹⁴.

« La certification dite « B Corp » (aussi connue comme certification « B Corporation » ou label « B Lab ») est une certification octroyée aux sociétés commerciales (à but lucratif) répondant à des exigences sociétales et environnementales, de gouvernance ainsi que de transparence envers le public. Cette dénomination est une abréviation de « Benefit Corporation », désignant une société reconnue pour avoir des effets bénéfiques sur le monde, tout en étant rentable. Cette certification est attribuée par B Lab, un organisme sans but lucratif établi aux États-Unis, en Europe, en Amérique du Sud, au Canada, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Pour se voir octroyer la certification et ensuite la préserver, une société doit obtenir une note minimale de 80 points (sur 200) sur le standard international qui est accessible dans l'outil en ligne « B Impact Assesement ». Une fois l'évaluation d'impact social et environnemental réalisée, elle la soumet pour vérification à B Lab.

Les sociétés bénéficiant de ce label sont invitées à intégrer leur objectif social et environnemental directement dans leurs statuts. Au mois de mars 2017, le mouvement "B Corp" comptait 2.064 sociétés certifiées, issues de 131 secteurs d'industries et provenant de 51 pays »¹⁵.

Les statuts de Inclusio, tels qu'adoptés par l'assemblée générale extraordinaire du 29 octobre 2020, comprennent les dispositions nécessaires pour le maintien du label B-Corp.

¹⁴ <https://bcorporation.eu/directory?search=&industry=&country=Belgium&state=&city=>

¹⁵ Extrait Wikipedia

6 APERÇU DES ACTIVITÉS

6.1 L'activité de la Société

6.1.1 Mission

Inclusio s'est assigné comme mission de louer sur le long terme à une population fragilisée des logements et/ou des infrastructures de qualité à un loyer abordable.

Pour réaliser cette mission Inclusio développe son portefeuille sur trois axes :

- logement à loyer abordable : immeubles résidentiels neufs ou rénovés donnés en location à des partenaires sociaux (AIS, communes, CPAS, sociétés de logement social) qui, à leur tour, les sous-louent, logement par logement, dans le cadre de leur politique sociale ;
- infrastructure adaptée aux personnes en situation de handicap : immeubles neufs ou rénovés donnés en location à des acteurs spécialisés dans la prise en charge des personnes en situation de handicap ; et
- infrastructure sociale : écoles, crèches, centres d'accueil pour demandeurs d'asile, etc.

Cet objectif social indispensable est couplé à la recherche d'un rendement locatif suffisant. Le rendement locatif brut moyen sur le portefeuille en exploitation au 31 août 2020 est de 4,2 % (par rapport à la juste valeur). Le rendement locatif brut de départ de chaque projet dépend de l'aspect social/sociétal, de la localisation géographique, de l'âge de l'immeuble, des performances énergétiques de l'immeuble, du locataire et de la présence éventuelle d'une copropriété.

6.1.2 Impact social et environnemental

Inclusio sera la première SIRP à être principalement active dans le domaine de l'immobilier à caractère social en Belgique et poursuivra cette stratégie de placement dans les trois régions du pays. A ce stade la Société n'envisage pas d'étendre ses activités de placement et de gestion opérationnelle dans d'autres pays.

Par ailleurs, si d'autres actifs ou des surfaces avec d'autres affectations peuvent, occasionnellement, faire partie d'une acquisition, c'est à titre tout à fait accessoire, par exemple pour éviter la formation d'une copropriété. Au 31 août 2020, le portefeuille en exploitation d'Inclusio comprend 13 unités commerciales et 1 unité de bureau accessoires, qui représentent 4,0% de la juste valeur. Ce pourcentage passe à 2,1 % sur base des Catégories A et B combinées (pourcentage calculé sur la juste valeur pour la Catégorie A et le coût total d'investissement estimé pour la Catégorie B).

Il peut également arriver qu'un immeuble ou un portefeuille d'immeubles n'ait pas de vocation sociale lors de son acquisition, mais dans de tels cas, l'immeuble est dans les plus brefs délais possibles remis à disposition d'une agence immobilière sociale ou d'une ASBL, dans le cadre d'un bail ou d'un mandat de gestion.

Inclusio achète soit des immeubles ou portefeuilles d'immeubles existants, soit elle les achète « clé sur porte » à un développeur immobilier, soit encore elle procède elle-même à leur (re)développement, par exemple s'il s'agit de la transformation d'un immeuble de bureaux en logements.

Au niveau des performances énergétiques Inclusio s'attache, pour les immeubles neufs qu'elle acquiert ou développe elle-même, à respecter les critères de performance énergétique applicables respectivement en Région flamande, en Région de Bruxelles-Capitale et en Région wallonne et qui sont garants d'un excellent niveau de performance énergétique.

Pour ce qui concerne les immeubles existants qu'elle acquiert, elle privilégie systématiquement des immeubles offrant de bonnes performances énergétiques, soit une consommation inférieure à 250 kWh_{EP}/m²/an, des exceptions pouvant toutefois être acceptées en fonction des spécificités du dossier concerné et des possibilités d'amélioration de la performance énergétique. Par ailleurs, la consommation moyenne (sur base des certificats de performance énergétique délivrés dans les trois régions) des logements du portefeuille en exploitation est de 183 kWh_{EP}/m²/an¹⁶. A titre de comparaison, la consommation moyenne des logements est de 210 kWh_{EP}/m²/an en Région de Bruxelles-Capitale¹⁷, en Région flamande seuls 20 % des logements ont une consommation inférieure à 200 kWh_{EP}/m²/an¹⁸, en Région wallonne la consommation moyenne des logements est d'environ 340 kWh_{EP}/m²/an¹⁹. La Société s'attache par ailleurs à améliorer la performance énergétique de ses immeubles. A titre d'exemple, les travaux suivants ont été réalisés dans l'immeuble « Vekemans » à Neder-over-Heembeek en 2019 et 2020 : remplacement des anciennes chaudières par des chaudières à condensation, isolation du toit, placement d'une installation photovoltaïque sur le toit, remplacement des châssis. Compte tenu de ce qui précède, aucun budget n'est prévu pour l'amélioration énergétique des immeubles. Il est d'ailleurs probable que toute amélioration énergétique aurait un impact positif sur la juste valeur des immeubles concernés.

Les Agences Immobilières Sociales (« AIS ») sont des partenaires privilégiés d'Inclusio. Les AIS sont des associations sans but lucratif (ASBL) qui sont agréées, subsidiées et contrôlées par la Région dans laquelle elles sont établies et actives. Elles bénéficient en outre parfois de subsides des provinces et des villes et communes dans lesquelles elles sont actives.

Les AIS ont pour mission de socialiser une partie du marché locatif. Elles gèrent la location de logements qui appartiennent principalement à des propriétaires privés et les mettent en location à un prix abordable, à destination de ménages à revenus modestes.

Inclusio veille, en fonction des localisations et des besoins locaux des AIS, à offrir la plus grande diversité possible de types de logements, allant du studio jusqu'à l'appartement 5 chambres en passant par les maisons unifamiliales. Cela permet de rencontrer les besoins divers de la population locale, quel que soit son âge : de l'étudiant qui a besoin d'un « kot » à loyer modéré jusqu'à la personne âgée qui doit faire appel aux services du CPAS pour subvenir à ses besoins. A cet effet Inclusio s'attache, à un stade préliminaire de l'examen de ses dossiers d'investissement, à sonder les opérateurs locaux, singulièrement les AIS et les communes, pour identifier les besoins locaux et les besoins auxquels ces opérateurs souhaitent répondre de manière prioritaire. Les listes d'attente pour l'accès à un logement AIS constituent des données statistiques importantes pour la programmation des projets.

¹⁶ Cette moyenne ne comprend pas le projet de construction neuve « Domaine des Etangs » à Anderlecht, pour lequel les certificats PEB n'ont pas encore été délivrés par Bruxelles Environnement ; cette moyenne ne comprend pas les améliorations énergétiques apportées au projet « Vekemans » à Neder-over-Heembeek en 2020 ; cette moyenne ne comprend pas les améliorations énergétiques apportées aux projets « Carton de Wiart » à Jette, « Gabrielle Petit » à Molenbeek-Saint-Jean et « Tolhuis » à Gent réalisées entre 2016 et 2020.

¹⁷ https://document.environnement.brussels/opac_css/elecfile/IF_NRJ_ResultatCertificatPEB_FR

¹⁸ https://www.energiesparen.be/sites/default/files/atoms/files/Samenvattend_rapport_analyse_EPCdatabank.pdf

¹⁹ <https://energie.wallonie.be/servlet/Repository/quelles-informations-dans-le-certificat-peb-depuis-le-3-novembre-2014.pdf?ID=32423>

Dans le cadre des immeubles mis à disposition d'AIS, ce sont les AIS elles-mêmes qui sont en charge de la sélection et de la gestion des occupants finaux. Cette sélection s'effectue sur la base de critères d'admission spécifiques repris dans la réglementation régionale applicable à l'AIS concernée et qu'elles sont tenues de respecter. Pour la plupart des AIS, le candidat locataire doit respecter les mêmes conditions d'accès que dans le logement social (sauf dérogation spéciale), c'est-à-dire que les revenus du ménage ne peuvent être supérieurs au plafond du revenu d'admission au logement social et qu'aucun membre du ménage ne peut être plein propriétaire, emphytéote ou usufruitier d'un bien immobilier affecté au logement ou à un usage professionnel. Certaines AIS adoptent des critères plus stricts (par exemple un plafond de revenus n'excédant pas 80 % du plafond de revenus d'admission au logement social) ou moins strict (par exemple, pour l'un ou l'autre projet spécifique, une AIS bruxelloise vise une population dont le revenu est compris entre 80 % à 130 % du plafond de revenus d'admission au logement social).

La localisation constitue par ailleurs un autre critère important : Inclusio privilégie systématiquement les localisations dans des villes de plus de 50.000 habitants ou leur périphérie immédiate et disposant d'un accès aux transports publics à proximité.

Pour une partie réduite de son portefeuille, Inclusio est également active dans le domaine de l'infrastructure sociale. Il peut s'agir, par exemple, d'écoles, de crèches, de centres d'accueil pour demandeurs d'asile, d'immeubles à destination publique comme des bibliothèques communales ou d'administrations publiques ou de maisons de repos. L'acquisition fin 2019 de la SA Dupimmo, propriétaire de l'Ecole Active à Uccle a ainsi permis à Inclusio de poser un premier jalon important dans ce secteur. Au 31 août 2020, le portefeuille en exploitation d'Inclusio comporte 3 actifs d'infrastructure sociale (un centre d'accueil pour demandeuses d'asile à Jette, une école à Uccle et les bureaux de l'AIS SVK Zuid-Oost Vlaanderen à Herzele), qui représentent 9,9% de la juste valeur du portefeuille en exploitation.

Dès que cela est possible, dans les plus grands immeubles, un local à usage commun ou une buanderie commune est mis gratuitement à disposition des occupants, de même qu'un local destiné à l'AIS à laquelle l'immeuble a été donné en location ou pour laquelle elle intervient en tant que mandataire de la Société. L'AIS et/ou les occupants de l'immeuble auront donc uniquement à supporter les charges de ces locaux. Ces locaux sont utilisés par les AIS afin d'organiser des activités avec les locataires, et d'ainsi améliorer la cohésion sociale.

6.1.3 Impact social renforcé

Au sein de la partie de son portefeuille destinée au logement et au handicap – abstraction faite de la partie « infrastructure sociale » – Inclusio mène une stratégie active cherchant à rencontrer les besoins de la population la plus fragilisée, ceux qui ont non seulement besoin d'un logement à loyer modéré, mais qui ont également besoin d'accompagnement ou de support de différents types. Il peut ainsi s'agir de demandeurs d'asile, de personnes en situation de sans-abrisme, d'étudiants en décrochage familial, de femmes battues ou encore de personnes en situation de handicap.

L'objectif d'Inclusio consiste à dédier minimum 25 % des unités de logement de son portefeuille résidentiel (hors infrastructure sociale) à ces populations particulièrement vulnérables.

Inclusio s'efforce d'atteindre cet objectif de deux manières : soit, directement, en donnant un immeuble en location à une ASBL ou un opérateur spécialisé dans la prise en charge de l'une ou l'autre catégorie de ces personnes, soit de manière indirecte, en sélectionnant une AIS qui, pour l'immeuble en question, accepte de travailler en tout ou en partie avec une ASBL ou un opérateur spécialisé dans la prise en charge de l'une ou l'autre catégorie de ces personnes. La recherche de cet objectif social renforcé n'entraîne pas de manque à gagner financier pour Inclusio, puisqu'il fait l'objet d'accords préalables à l'acquisition du bien ou du projet concerné par Inclusio.

Au 31 août 2020, cet objectif est largement atteint : sur les 666 logements en exploitation, 212 (35 %) respectent ce critère.

6.1.4 Stratégie d'investissement

a. Généralités

Inclusio est un opérateur immobilier professionnel spécialisé dans la mise à disposition d'immeubles résidentiels à vocation sociale. A titre accessoire, Inclusio met également à la disposition de ses clients des immeubles d'infrastructure sociale ou sociétale, comme des écoles et des crèches. A titre tout à fait secondaire, Inclusio détient également un certain nombre de locaux à usage de bureaux ou de commerces dans des immeubles à vocation résidentielle ou d'infrastructure sociale ou sociétale. Les locaux de ce type ne font pas partie de la stratégie d'investissement d'Inclusio mais peuvent faire partie d'un investissement par Inclusio dans des cas exceptionnels, par exemple pour éviter la naissance d'une copropriété.

La stratégie d'investissement d'Inclusio est définie principalement par les critères suivants :

- **Aspect social/sociétal** : c'est le point de départ : aucune opportunité d'investissement n'est considérée s'il n'y a pas d'aspect social/sociétal ;
- **Géographique** : Inclusio investit actuellement uniquement en Belgique, de préférence dans des centres urbains de villes de plus de 50.000 habitants, dans des zones accessibles en transport public ;
Locataires : diversité des locataires (max 20% de la juste valeur par locataire), solvabilité des locataires (si nécessaire garantie d'un tiers exigée), idéalement engagement écrit préalable d'un locataire avant l'acquisition d'un bien ;
- **Facilité de gestion** : idéalement Inclusio évite les copropriétés, car celles-ci compliquent la gestion.
- **Financier** : rendement suffisant ; le rendement locatif brut moyen sur le portefeuille immobilier en exploitation ; au 31 août 2020 il est de 4,2% par rapport à la juste valeur. Le rendement locatif brut de départ pour un projet spécifique est fonction de l'aspect social/sociétal, de la localisation géographique, de l'âge de l'immeuble, des performances énergétiques de l'immeuble, du locataire, de la présence d'une copropriété.

Compte tenu de ce qui précède, les AIS constituent des partenaires privilégiés car elles garantissent l'aspect social des projets, elles permettent une bonne répartition géographique, elles offrent une garantie sur les loyers, elles facilitent la gestion des projets et la Société bénéficie d'un certain nombre d'avantages fiscaux lorsqu'un bail/mandat de gestion est conclu avec une AIS (réduction ou exonération du précompte immobilier).

Inclusio gère les immeubles de son portefeuille en les donnant en location ou en mandat de gestion « en bloc » à des opérateurs professionnels tels des AIS et des ASBL. Elle exerce ses activités dans une optique de gestion active, consistant en particulier à effectuer en propre le développement de projets de reconversion de bâtiments à usage de bureaux en immeubles résidentiels ainsi que la gestion au jour le jour de ses immeubles tout comme toutes autres activités apportant à long terme de la valeur ajoutée à ses immeubles ou à leurs utilisateurs, comme, par exemple, l'amélioration de leurs performances énergétiques. Inclusio fait de la qualité du service, au niveau administratif, technique et commercial, un élément essentiel de sa stratégie.

Inclusio poursuit une stratégie d'investissement à but social visant à concentrer ses investissements dans des immeubles résidentiels de qualité, à vocation sociale, qui dégagent des revenus locatifs bruts inférieurs aux loyers normaux de marché (typiquement 20 à 40%, en fonction de la localisation). En contrepartie elle bénéficie d'un certain nombre d'avantages :

- la durée des baux est très longue, habituellement de quinze (15) ans voire plus ;
- pendant toute la durée des baux, Inclusio n'a pas à supporter de vide locatif, ni de frais de remise en état ; le risque d'impayés est aussi sensiblement moindre ;
- Inclusio loue ses immeubles « en bloc » dans une approche « B to B » et n'a donc pas à supporter tous les frais découlant de la gestion administrative et commerciale des locations individuelles ; et
- le précompte immobilier qu'elle doit prendre en charge est moindre que dans le cadre d'une location immobilière classique :

Chaque immeuble fait l'objet d'une évaluation tant par rapport à ses qualités intrinsèques que par rapport à celles liées à sa localisation, son accessibilité, son environnement immédiat et sa performance énergétique.

En vue d'accélérer la croissance et le rajeunissement de son portefeuille, Inclusio porte également une attention particulière à des opportunités d'acquisition de projets de développement pour compte propre, tels que les projets de reconversion d'immeubles de bureaux en immeubles résidentiels. La plupart du temps, ces opérations de développement sont menées en partenariat avec d'autres opérateurs immobiliers professionnels.

Au stade actuel du développement de son portefeuille, Inclusio n'a pas de stratégie d'arbitrage des immeubles de son portefeuille. La stratégie consiste en une approche « Buy and Hold ».

b. Stratégie « B to B »

Sur le plan opérationnel, la stratégie d'Inclusio est une stratégie totalement axée sur l'approche « B to B ». En d'autres termes, Inclusio ne donne en principe ses immeubles en location ou en gestion qu'à des opérateurs professionnels : des AIS, des ASBL spécialisées ou encore des pouvoirs publics. C'est alors à ces opérateurs-là à mener leur politique sociale dans les immeubles d'Inclusio, en sélectionnant les locataires, en déterminant le loyer dû, en suivant son paiement à heure et à temps et en veillant au bon entretien régulier des immeubles, tout cela dans le respect du cadre réglementaire qui est le leur. En fonction des spécificités des immeubles, il peut toutefois arriver qu'il y ait des surfaces commerciales en pied d'immeubles, ou des surfaces de bureau. Pour ces surfaces-là, Inclusio recherche des locataires en direct et gère elle-même la relation contractuelle avec les occupants. Au 31 août 2020, les 13 surfaces commerciales et le bureau qui sont loués et gérés en direct par Inclusio (relation « B2C ») représentent 4,0 % de la juste valeur du portefeuille en exploitation.

Au-delà du fait que ce faisant Inclusio rencontre son objectif social, en donnant ses immeubles en location ou en gestion à un niveau de loyer sensiblement plus bas que le loyer normal de marché (typiquement 20 à 40 %, en fonction de la localisation), cette stratégie offre de multiples avantages à Inclusio (voir Section 6.2.5 concernant le mode opérationnel des AIS) et permet à Inclusio de faire face à des coûts opérationnels plus faibles par rapport à un propriétaire louant directement ses biens à des occupants finaux.

De façon générale, Inclusio n'est pas amenée à gérer le turnover locatif, qui nécessiterait la mise en place d'une équipe de gestion locative interne et le recours à des prestataires externes comme des agents immobiliers.

Cela permet à Inclusio d'avoir une équipe interne réduite et totalement focalisée sur ses tâches essentielles d'investisseur immobilier à très long terme.

A titre exceptionnel, il peut arriver qu'Inclusio achète un immeuble ou un portefeuille d'immeubles déjà donné en location à des locataires individuels aux conditions habituelles du marché locatif privé. Toutefois de telles acquisitions se font toujours en suivant une approche « bridge to AIS », sur base de l'engagement pris par une AIS de prendre l'immeuble progressivement en location ou en gestion au fur et à mesure du départ des locataires existants.

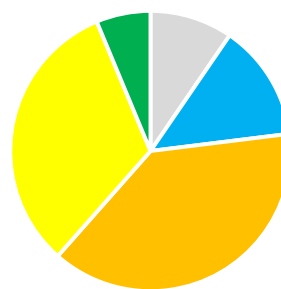
c. Stratégie « Buy and hold » - Locations de très longue durée

La stratégie d'investissement d'Inclusio consiste à louer ses immeubles à très long terme. Il est en effet relativement rare qu'un immeuble soit donné en location pour une durée inférieure à 15 ans. Dès que cela est possible des locations de plus longue durée sont privilégiées (typiquement 27 ans). La moyenne pondérée (sur base de la juste valeur des immeubles) de la durée des baux du portefeuille d'immeubles en exploitation s'élève à 19 ans au 31 août 2020.

La répartition des contrats en cours en fonction de leur durée résiduelle est donnée dans les tableaux et les graphiques ci-dessous :

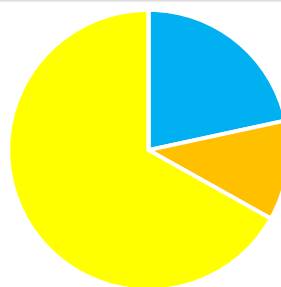
Category A

Left duration	Fair value	
	[EUR]	[%]
0 to 5 years	11.699.824	9,5
5 to 10 years	16.523.130	13,5
10 to 20 years	47.143.597	38,5
20 to 30 years	39.484.362	32,2
> 30 years	7.677.073	6,3
Total	122.527.986	100,0



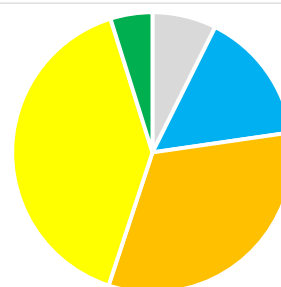
Category B

Left duration	Total cost of investment (estim.)	
	[EUR]	[%]
0 to 5 years	0	0,0
5 to 10 years	7.783.586	21,6
10 to 20 years	4.144.930	11,5
20 to 30 years	24.077.479	66,9
> 30 years	0	0,0
Total	36.005.995	100,0



Categories A+B

Left duration	Fair value / Total cost of invest.	
	[EUR]	[%]
0 to 5 years	11.699.824	7,4
5 to 10 years	24.306.716	15,3
10 to 20 years	51.288.527	32,4
20 to 30 years	63.561.841	40,1
> 30 years	7.677.073	4,8
Total	158.533.981	100,0



Ces baux de très longue durée permettent à Inclusio de mener une stratégie de « Buy and hold » et de garantir au mieux le maintien de l'affectation sociale des immeubles dans la durée, moyennant parfois, en fin de bail, une rénovation pour permettre leur remise en location pour une nouvelle longue durée.

6.1.5 Stratégie de croissance et d'endettement – Couple « Risk-return »

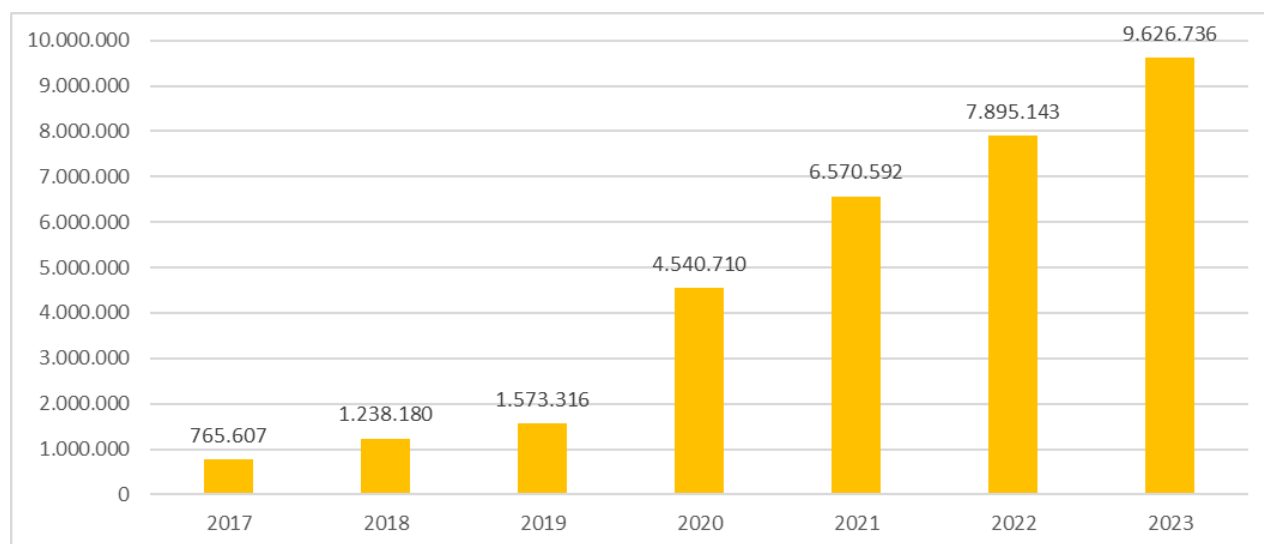
La Société mène résolument une stratégie de croissance régulière de ses investissements immobiliers, combinée avec une sélection attentive et prudente des dossiers d'investissement qui retiennent son attention. Cette stratégie de croissance est financée par un recours réduit à l'endettement bancaire, eu égard à la volonté de l'organe d'administration de ne pas dépasser les 50 % d'endettement. Pour assurer un contrôle optimal de sa charge d'intérêts, Inclusio a, par ailleurs, décidé de se couvrir au moyen d'« Interest Rate Swap » (« **IRS** »), pour une grande partie de ses lignes de crédit.

Voir Section 6.6 pour le détail des lignes de crédits et des instruments de couverture contractés par la Société.

6.1.6 Chiffre d'affaires

Les chiffres d'affaires mentionnés pour les exercices 2017 à 2019 sont les loyers comptabilisés au cours de ces exercices. Les chiffres d'affaires mentionnés pour les exercices 2020 à 2023 sont des estimations des loyers basées sur les contrats en cours (Catégorie A), sur les projets en développement (Catégorie B) et sur le pipeline (Catégories C et D) ; cf. Sections 6.3 et 7.3.2 ci-dessous. Il existe un risque de non-réalisation d'une ou plusieurs acquisitions de projets faisant partie du pipeline (Catégorie C et D).

L'évolution du chiffre d'affaires annuel consolidé pour les 3 derniers exercices, l'exercice en cours et les 3 prochains exercices est donnée ci-dessous :



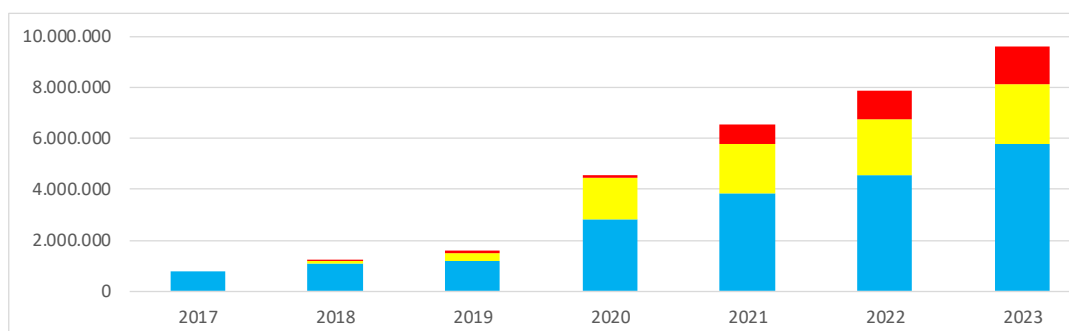
On observe que le chiffre d'affaires annuel a doublé de 2017 à 2019, qu'il a presque triplé de 2019 à 2020, et qu'il progressera ensuite linéairement jusqu'en 2023, au fur et à mesure des acquisitions (pour les immeubles en exploitation) et des réceptions provisoires (pour les projets de construction / reconversion).

a. Répartition géographique

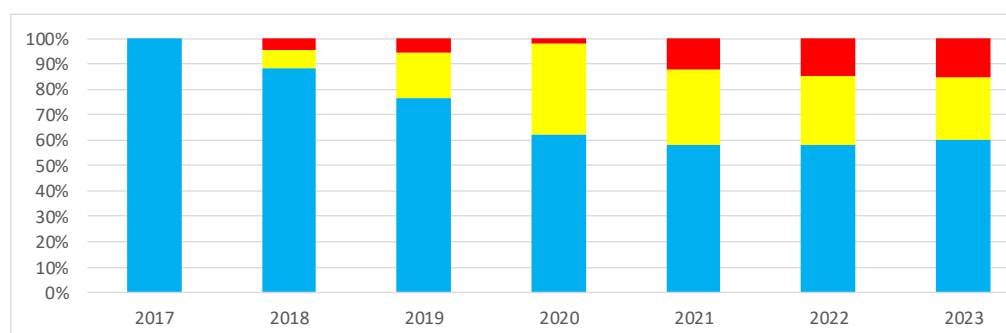
Tous les immeubles d’Inclusio sont situés en Belgique, et Inclusio n’envisage pas dans un avenir proche d’investir dans des actifs situés hors de la Belgique.

La répartition du chiffre d’affaires dans les trois régions se ventile comme suit.

	2017 [EUR]	2018 [EUR]	2019 [EUR]	2020 [EUR]	2021 [EUR]	2022 [EUR]	2023 [EUR]
Bruxelles	765.607	1.094.258	1.203.865	2.822.305	3.831.960	4.572.161	5.766.612
Flandre	0	90.378	285.054	1.632.953	1.945.203	2.165.628	2.374.091
Wallonie	0	53.543	84.397	85.452	793.429	1.157.354	1.486.033
	765.607	1.238.180	1.573.316	4.540.710	6.570.592	7.895.143	9.626.736



	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bruxelles	100,0%	88,4%	76,5%	62,2%	58,3%	57,9%	59,9%
Flandre	0,0%	7,3%	18,1%	36,0%	29,6%	27,4%	24,7%
Wallonie	0,0%	4,3%	5,4%	1,9%	12,1%	14,7%	15,4%



On observe que l’activité d’Inclusio a démarré à Bruxelles et qu’elle s’est ensuite développée progressivement en Flandre et en Wallonie. En 2023 le chiffre d’affaires sera d’environ 60% à Bruxelles, 25% en Flandre et 15% en Wallonie.

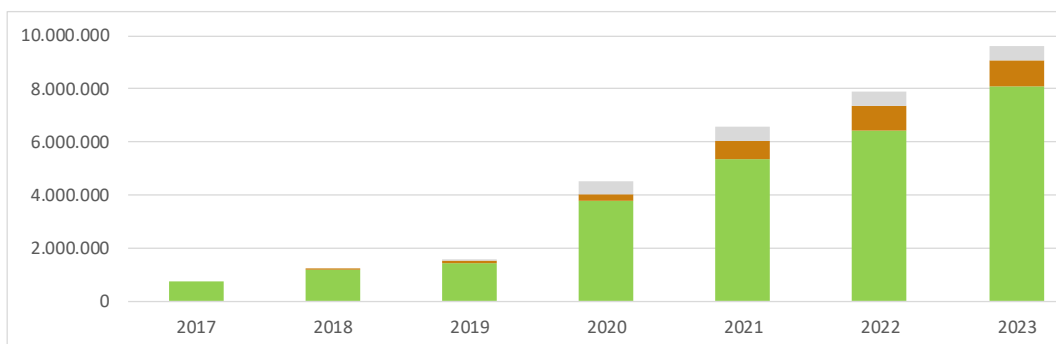
b. Répartition par marché

Sur base de ce qui précède nous distinguons trois marchés sur lesquels opère Inclusio :

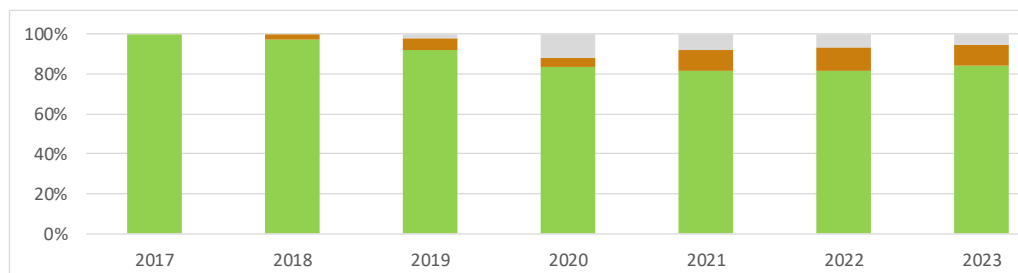
Marché	Type d'immeuble	Locataires
Logement à loyer abordable	Maisons unifamiliales Appartements Studios et chambres pour étudiants	AIS, communes, CPAS, agences de location communale
Infrastructure pour personnes en situation de handicap	Immeubles avec besoins spécifiques pour le logement et l'accueil de personnes en situation de handicap	Sociétés et associations spécialisées dans la prise en charge de personnes en situation de handicap
Infrastructure sociale	Ecoles, crèches, centres d'accueil pour demandeurs d'asile, bureaux	AIS, ASBL, Croix-Rouge de Belgique, pouvoirs organisateurs scolaires

La répartition du chiffre d'affaires dans ces trois marchés se ventile comme suit.

	2017 [EUR]	2018 [EUR]	2019 [EUR]	2020 [EUR]	2021 [EUR]	2022 [EUR]	2023 [EUR]
Logement à loyer abordable	765.607	1.202.336	1.443.681	3.778.740	5.359.343	6.449.598	8.091.110
Handicap	0	35.844	90.102	228.426	671.035	898.579	981.822
Infrastructure sociale	0	0	39.533	533.544	540.214	546.966	553.803
	765.607	1.238.180	1.573.316	4.540.710	6.570.592	7.895.143	9.626.736



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Logement à loyer abordable	100,0%	97,1%	91,8%	83,2%	81,6%	81,7%	84,0%
Handicap	0,0%	2,9%	5,7%	5,0%	10,2%	11,4%	10,2%
Infrastructure sociale	0,0%	0,0%	2,5%	11,8%	8,2%	6,9%	5,8%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%



On observe qu’Inclusio a démarré son activité avec le logement à loyer abordable et l’a ensuite étendue au secteur du handicap et de l’infrastructure sociale. Le logement à loyer abordable reste cependant le principal marché sur lequel Inclusio opère. En 2023 le chiffre d’affaires sera d’environ 84% pour le logement à loyer abordable, 10% pour le secteur du handicap et 6% pour l’infrastructure sociale.

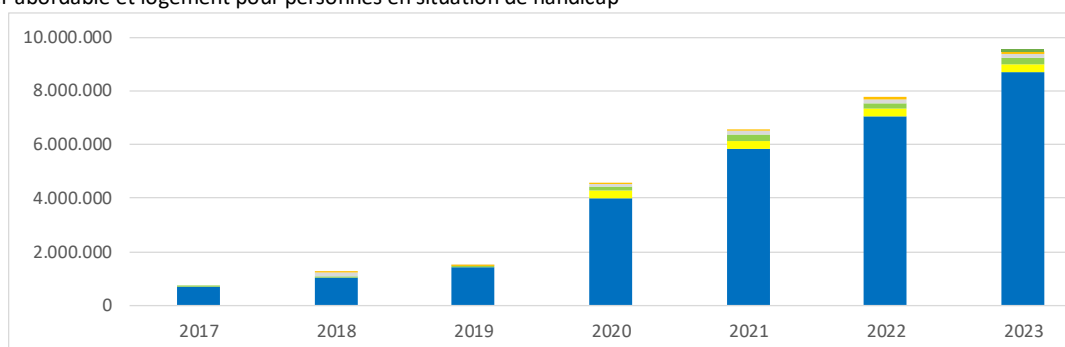
c. Répartition par affectation

Plusieurs affectations sont parfois présentes au sein d’un immeuble, par exemple un immeuble sur le marché du logement à loyer abordable peut comporter du logement aux étages, un commerce au rez-de-chaussée et un parking en sous-sol. Inclusio est ainsi propriétaire de quelques unités locatives qui ne font pas partie de son activité de base, mais qui lui permettent d’éviter de se retrouver en situation de copropriété.

La répartition du chiffre d’affaires en fonction de l’affectation est donnée ci-dessous.

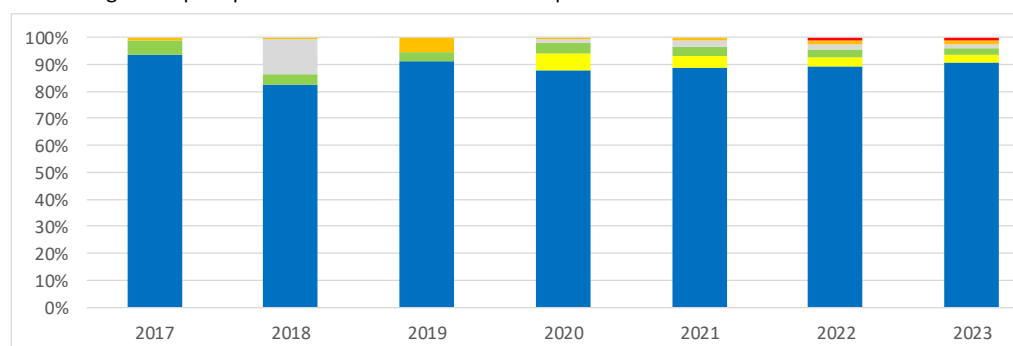
	2017 [EUR]	2018 [EUR]	2019 [EUR]	2020 [EUR]	2021 [EUR]	2022 [EUR]	2023 [EUR]
Logement (*)	715.923	1.018.242	1.431.328	3.982.026	5.831.302	7.026.731	8.703.452
Ecole	0	0	0	287.790	291.387	295.030	298.718
Commerce	41.814	47.434	53.114	176.730	224.299	218.923	223.867
Bureau	0	165.000	4.284	60.407	154.230	156.158	158.110
Parking	7.870	7.504	84.590	33.757	69.373	102.634	145.727
Crèche	0	0	0	0	0	95.667	96.862
Total	765.607	1.238.180	1.573.316	4.540.710	6.570.592	7.895.143	9.626.736

(*) Logement à loyer abordable et logement pour personnes en situation de handicap



Logement (*)	93,5%	82,2%	91,0%	87,7%	88,7%	89,0%	90,4%
Ecole	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	4,4%	3,7%	3,1%
Commerce	5,5%	3,8%	3,4%	3,9%	3,4%	2,8%	2,3%
Bureau	0,0%	13,3%	0,3%	1,3%	2,3%	2,0%	1,6%
Parking	1,0%	0,6%	5,4%	0,7%	1,1%	1,3%	1,5%
Crèche	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,0%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

(*) Logement à loyer abordable et logement pour personnes en situation de handicap

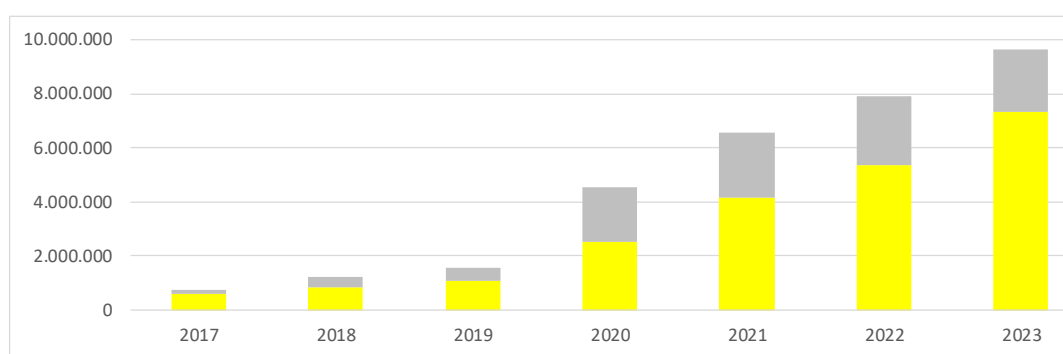


On observe que le logement est de très loin l'affectation la plus importante et que son pourcentage reste stable dans le temps. Toutes les autres affectations représentent chacune moins de 5% du chiffre d'affaires à partir de 2021.

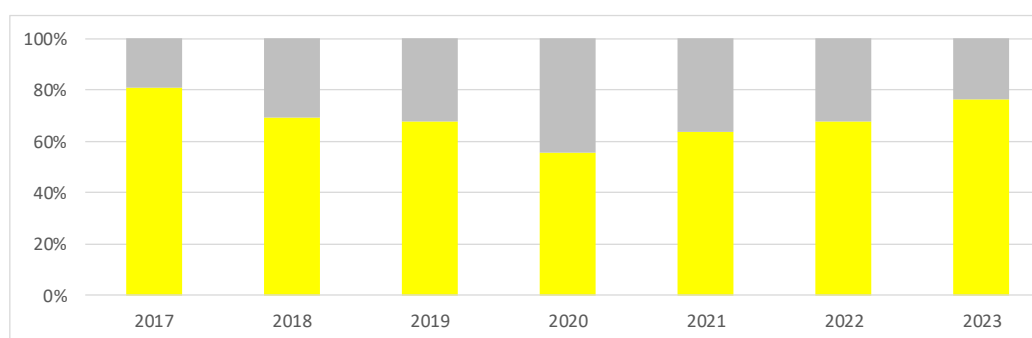
d. Répartition par type de locataire

Les Agences Immobilières Sociales (AIS) sont des partenaires privilégiés d'Inclusio (voir Section 6.2.5 ci-dessous) et de nombreux immeubles leur sont donnés en location ou en gestion. La répartition du chiffre d'affaires par type de locataire (AIS / autres) est donnée ci-dessous.

	2017 [EUR]	2018 [EUR]	2019 [EUR]	2020 [EUR]	2021 [EUR]	2022 [EUR]	2023 [EUR]
AIS	619.047	860.114	1.068.159	2.533.509	4.181.018	5.347.080	7.357.649
Autres	146.560	378.066	505.157	2.007.201	2.389.574	2.548.062	2.269.087
Total	765.607	1.238.180	1.573.316	4.540.710	6.570.592	7.895.143	9.626.736



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
AIS	80,9%	69,5%	67,9%	55,8%	63,6%	67,7%	76,4%
Autres	19,1%	30,5%	32,1%	44,2%	36,4%	32,3%	23,6%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%



On observe que la majorité des revenus locatifs proviennent d'AIS et, qu'à l'horizon 2023, trois quarts des revenus locatifs proviendront d'AIS.

En 2020 le pourcentage AIS a diminué suite à l'acquisition de la SA Euro-Project fin novembre 2019. Il s'agit d'une situation temporaire, car les 139 logements de la SA Euro-Project, qui étaient tous loués sur le marché libre lors de cette acquisition, sont transférés progressivement à l'AIS de Mechelen, au fur et à mesure du départ volontaire des locataires présents lors de l'acquisition. L'expérience du marché montre que le taux de rotation pour les locataires de ce type de biens oscille entre 25 et 30 % l'an. Au 31 août 2020, 31 appartements (sur 139) de la SA Euro-Project avaient déjà été transférés à l'AIS de Mechelen. Ceci représente une moyenne de 3,4 logements/mois ou encore 41 logements/an. Au même rythme, il faudra encore 3 ans pour transférer les 108 appartements encore occupés par des locataires du marché libre. Les raisons des départs volontaires sont multiples : naissance, décès, divorce, recomposition familiale, changement du lieu de travail, etc. Dans le cadre de la réglementation régionale applicable en région flamande aux baux de résidence principale, le locataire a d'ailleurs, à tout moment, la possibilité de résilier le contrat de bail de son appartement sans avoir à attendre l'échéance finale, moyennant le respect d'un préavis de 3 mois et d'une indemnité de résiliation égale à respectivement 3, 2 et 1 mois de loyer, si la résiliation intervient au cours de la première, deuxième ou troisième année du bail (pas d'indemnité si la résiliation intervient après la troisième année du bail).

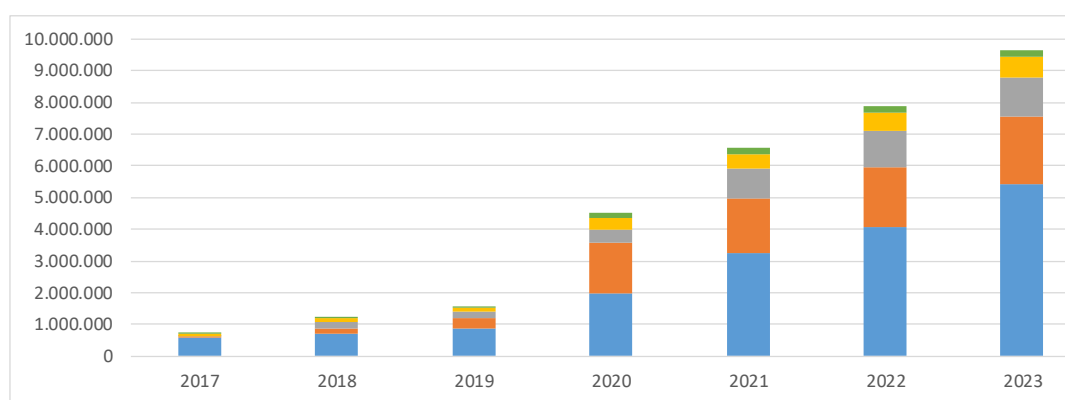
Les revenus locatifs non AIS pour la SA Euro-Project en 2020 sont estimés à 1.010 milliers EUR (22 % du chiffre d'affaires 2020 consolidé).

Au 31 août 2020, 58% des revenus locatifs proviennent des AIS. Ce pourcentage augmentera progressivement à 77 % en 2023.

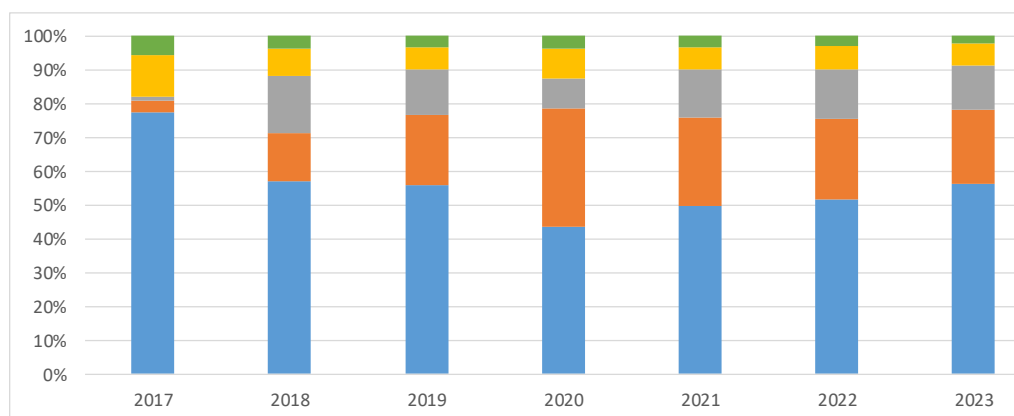
e. Répartition par nature des baux

Plusieurs types de baux sont conclus pour la mise en location des actifs. Voir Section 6.4 ci-dessous. La répartition du chiffre d'affaires par nature des baux est donnée ci-dessous.

	2017 [EUR]	2018 [EUR]	2019 [EUR]	2020 [EUR]	2021 [EUR]	2022 [EUR]	2023 [EUR]
Mandat de gestion	592.319	704.275	877.998	1.971.563	3.257.964	4.068.082	5.432.159
Bail de résidence principale	26.729	178.518	329.731	1.593.519	1.727.571	1.883.153	2.110.342
Bail de droit commun	7.870	208.348	209.941	404.230	925.720	1.167.867	1.242.212
Bail emphytéotique	96.876	99.604	102.532	394.667	435.038	557.116	636.092
Bail commercial	41.814	47.434	53.114	176.730	224.299	218.923	205.930
Total	765.607	1.238.180	1.573.316	4.540.710	6.570.592	7.895.143	9.626.736



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Mandat de gestion	77,4%	56,9%	55,8%	43,4%	49,6%	51,5%	56,4%
Bail de résidence principale	3,5%	14,4%	21,0%	35,1%	26,3%	23,9%	21,9%
Bail de droit commun	1,0%	16,8%	13,3%	8,9%	14,1%	14,8%	12,9%
Bail emphytéotique	12,7%	8,0%	6,5%	8,7%	6,6%	7,1%	6,6%
Bail commercial	5,5%	3,8%	3,4%	3,9%	3,4%	2,8%	2,1%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%



On observe que le mandat de gestion est le contrat le plus utilisé, suivi par le bail de résidence principale.

6.2 Le marché du logement social en Belgique

6.2.1 Régionalisation

Dans le cadre de la régionalisation progressive de la Belgique intervenue depuis les années 1970, la réglementation du logement social a été régionalisée par la Loi du 1^{er} août 1974. Cette régionalisation n'est devenue effective dans sa totalité qu'au cours de l'année 1990.

Depuis lors les logements sociaux relèvent de la compétence des régions et tant la réglementation que les conditions d'accès diffèrent par conséquent d'une région à l'autre²⁰.

Les organismes régionaux compétents dans les régions sont respectivement :

- en Région de Bruxelles-Capitale : la Société du Logement de la Région de Bruxelles-Capitale (« **SLRB** ») ;
- en Région flamande : la Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen (« **VMSW** ») ; et
- en Région wallonne : la Société wallonne du Logement (« **SWL** »).

Ces organismes assurent le contrôle ainsi que le financement des sociétés de logements sociaux locales que sont les « Sociale Huisvestingsmaatschappijen » (SHM) en Région flamande, les « Sociétés de Logement de Service Public » (SLSP) en Région wallonne et les « Sociétés Immobilières de Service Public » (SISP) en Région de Bruxelles-Capitale.

Ce sont ces sociétés de logements sociaux locales qui détiennent les immeubles et donnent ceux-ci en location, logement par logement, aux locataires sociaux individuels.

6.2.2 Etat du marché

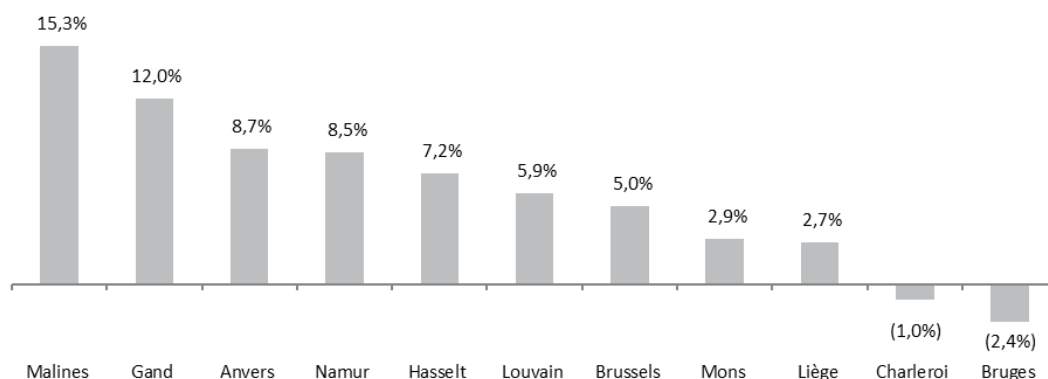
a. Le contexte démographique et socio-économique

La Belgique connaît depuis une vingtaine d'années une croissance démographique appréciable, croissance qui s'est encore accélérée depuis le début des années 2010 et qui, selon les prévisions, devrait encore se poursuivre pendant une vingtaine d'années.

Cette croissance est surtout perceptible dans les grandes villes. Le graphique ci-dessous illustre la croissance de la population attendue entre 2019 et 2040²¹ par arrondissement :

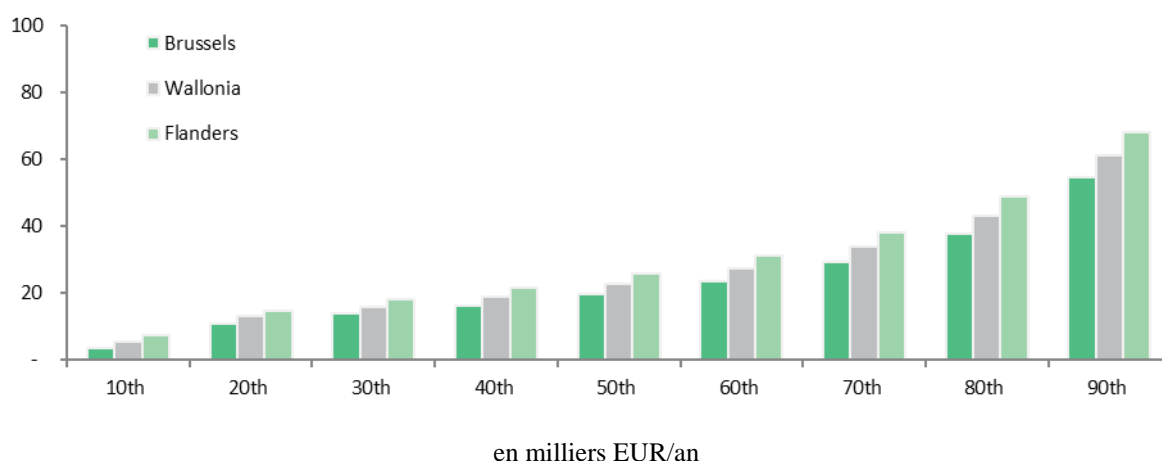
²⁰ Les réglementations régionales applicables en la matière sont nombreuses. Relevons principalement : (a) en région flamande : le décret du 15 juillet 1997 instituant le Vlaamse Wooncode, (b) en région de Bruxelles-Capitale : l'ordonnance du 17 juillet 2003 coordonnée par la SLRB - Fixe les missions de la SLRB et des SISP, les normes de base du logement social, et la procédure administrative de plainte et (c) en région wallonne : l'Arrêté du Gouvernement wallon du 06 septembre 2007 organisant la location des logements gérés par la Société wallonne du Logement ou par les sociétés de logement de service public.

²¹ Source : [https://statbel.fgov.be/sites/default/files/files/documents/bevolking/5.8 %20Bevolkingsvooruitzichten/bestanden/2020/PopArrFR.xlsx](https://statbel.fgov.be/sites/default/files/files/documents/bevolking/5.8%20Bevolkingsvooruitzichten/bestanden/2020/PopArrFR.xlsx)

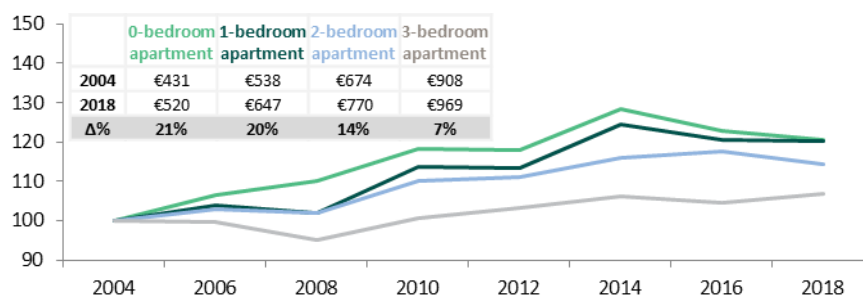


Par ailleurs, les revenus disponibles de la population belge restent relativement faibles. Le graphique ci-dessous représente pour les 3 régions la répartition des revenus (en milliers EUR/an). On constate que 30 % de la population belge ne disposent que de revenus inférieurs à 20.000 EUR/an (chiffres de 2017)²².

Graphique illustrant le pourcentage cumulé de la population disposant de revenus supérieurs à un montant donné

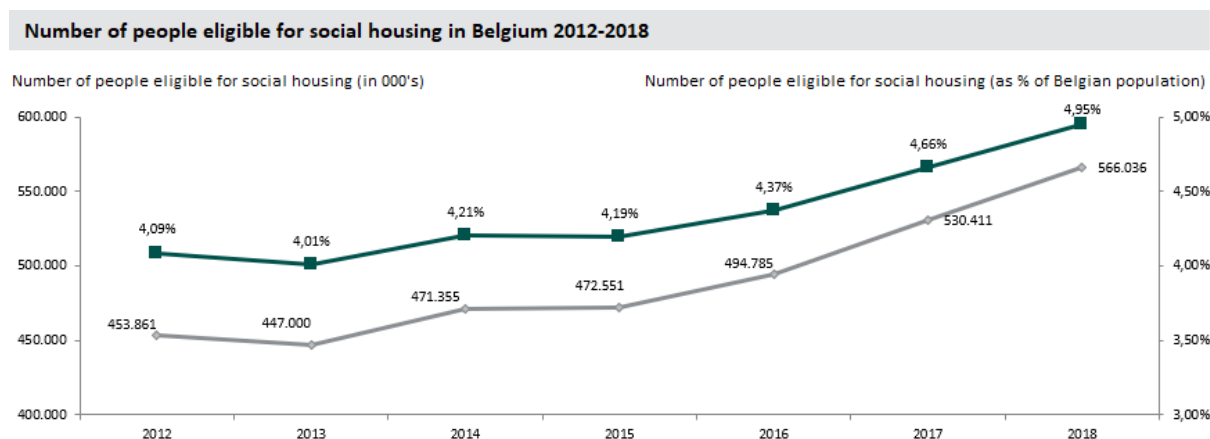


Entre 2004 et 2018, les loyers moyens à Bruxelles ont augmenté de plus de 15%, avec l'augmentation la plus forte pour les studios et les appartements 1 chambre. Ceci est illustré dans le graphique ci-dessous.



²² Source : https://statbel.fgov.be/sites/default/files/files/documents/Huishoudens/10.9%20Fiscale%20inkomens/fisc2017_B_1_FR.xls

Cette situation a évidemment induit que la population belge éligible à un logement social s'est accrue significativement ces dernières années, sous le double effet d'une démographie en croissance et de revenus qui, globalement, restent assez faibles²³ :



b. L'offre de logements sociaux par rapport aux besoins

En 2018, le marché locatif belge représentait 28% du marché résidentiel, avec 19% dans le secteur privé, 7% dans le logement social et 2% de locataires ne payant pas de loyer.

L'accroissement significatif de la demande, combiné avec une offre de logements sociaux stagnante ou en croissance faible, a pour effet que les listes d'attente des demandes dans les sociétés de logements sociaux sont extrêmement longues, comme illustré ci-dessous²⁴.

²³ Sources :

All data 2012-2016

<https://www.luttepauvrete.be/des-faits-et-des-chiffres/des-faits-et-des-chiffres-logements-sociaux/>

Flanders 2018 (rented units) as of 19/12/2019

https://www.vmsw.be/Portals/0/objects/Footer/Statistieken/2018_KHs/20190730_BulletinKH2018d_Synthesetabel.xlsx?ver=2019-12-19-053943-187

Flanders 2018 (waiting list) as of 19/12/2019

https://www.vmsw.be/Portals/0/Uploads/objects/Footer/Statistieken/2018_KHs/20190730_BulletinKH2018d_Synthesetabel.xlsx?ver=2019-12-19-053943-187

Tab: Provincie van oorsprong

Brussels + Wallonia 2018

<https://www.rtl.be/info/belgique/societe/126-000-personnes-en-attente-d-un-logement-social-les-chiffres-incroyables-de-la-situation-en-wallonie-et-a-bruxelles-918141.aspx>

²⁴ Sources :

Wallonia + Brussels

<https://www.rtl.be/info/belgique/societe/126-000-personnes-en-attente-d-un-logement-social-les-chiffres-incroyables-de-la-situation-en-wallonie-et-a-bruxelles-918141.aspx>

Flanders 2018 as of 19/12/2019

https://www.vmsw.be/Portals/0/Uploads/objects/Footer/Statistieken/2018_KHs/20190730_BulletinKH2018d_Synthesetabel.xlsx?ver=2019-12-19-053943-187

Tab: Gem. Wachttijden

En 2018, on dénombrait 286.126 logements sociaux en Belgique, avec un manque de 279.910 logements pour des personnes éligibles sur liste d'attente :

	Flandre		Wallonie		Bruxelles		Total	
	Locations	Liste d'attente	Locations	Liste d'attente	Locations	Liste d'attente	Locations	Liste d'attente
2012	137.561	107.090	98.294	37.983	35.883	37.050	271.738	182.123
2018	145.126	153.910	101.000	82.000	40.000	44.000	286.126	279.910
% Δ	5 %	44 %	3 %	116 %	11 %	19 %	5 %	54 %

En 2018, le temps d'attente moyen pour un logement social est de 5 ans et 8 mois

	Flandre	Wallonie	Bruxelles	Moyenne
2018	1.263 jours	1.643 jours	3.285 jours	2.064 jours

6.2.3 Critères d'éligibilité

Dans chaque région, pour être éligible à l'attribution d'un logement social, il faut satisfaire à un certain nombre de conditions, parmi lesquelles le critère de revenu est sans conteste le principal. Ces critères d'attribution sont déterminés par les réglementations régionales applicables. On relève principalement les conditions suivantes :

- le revenu annuel soit de la personne seule soit du ménage, qui ne peut pas dépasser un plafond donné, soit, en 2020 :

	Région flamande	Région Bruxelles-Capitale	Région wallonne
Pour une personne seule	25.317 EUR	23.283,17 EUR	42.400 EUR
Pour un ménage	37.974 EUR	25.870,20 EUR	51.300 EUR
Pour un ménage à deux revenus	sans objet	29.565,98 EUR	sans objet
Par personne à charge	+ 2.123 EUR	+ 2.217,44 EUR	+ 2.500 EUR

- le fait de ne pas être propriétaire d'une autre habitation ;
- être valablement inscrit dans les registres de la population ou au registre des étrangers (exceptions possibles) ;
- ne pas avoir eu de contentieux avec une société de logement social.

6.2.4 Financement du logement social

En 2014, Eurostat a décidé de classer la VMSW, la SWL et la SLRB au sein du secteur des administrations publiques. Cette décision est lourde de conséquences en raison du fait que les SHM, SLSP et SISP se financent traditionnellement auprès de la VMSW, la SWL et la SLRB. Dès lors, la dette historique du logement social est depuis 2014 reprise dans la dette publique. En effet, la VMSW, la SWL et la SLRB ont contracté des dettes financières conséquentes en vue de prêter cet argent aux SHM, SLSP et SISP.

Compte tenu du contexte budgétaire actuel en Belgique, cette mesure a pour effet de réduire encore le financement disponible pour le secteur du logement social, avec pour corollaire que l'écart entre l'offre et la demande continue à se creuser. Les délais d'attente pour un logement social sont de plusieurs années et ce dans les trois régions du pays.

6.2.5 Les Agences Immobilières Sociales (AIS)

C'est dans ce contexte généralisé d'une offre insuffisante en logements sociaux et ce, dans chacune des trois régions du pays, que les législateurs régionaux wallon, flamand et bruxellois ont respectivement créé en 1993, 1997 et 1998 un nouvel instrument, destiné à favoriser la mise à disposition de logements privés à un public défavorisé bénéficiant de revenus modestes ou précaires en créant les Agences Immobilières Sociales (« **AIS** »).

Il y a une petite centaine d'AIS en Belgique : 24 en Région de Bruxelles-Capitale (23 + l'AIS Etudiante), 45 en Région flamande et 30 en Région wallonne. Les AIS bruxelloises peuvent opérer chacune sur l'ensemble du territoire de la Région de Bruxelles-Capitale. En Région flamande et en Région wallonne les AIS sont actives sur des territoires qui ne se chevauchent pas.

Les AIS géraient fin 2019 plus de 24.000 logements (5.965 à Bruxelles, 11.707 en Flandre et 6.534 en Wallonie).

Les AIS sont des ASBL agréées et subsidiées par la région dans laquelle elles opèrent. Le calcul des subsides est décrit dans les Codes du Logement régionaux et leurs arrêtés d'exécution. Les AIS ont pour mission de prendre en location ou en gestion des biens appartenant presque toujours à des investisseurs privés et de développer ainsi un parc locatif de qualité à loyer abordable, à destination de personnes et de ménages à revenus modestes.

Les types de contrats de location signés avec les AIS dépendent des législations régionales et des habitudes du secteur :

- Région de Bruxelles-Capitale : mandats de gestion (principalement) et baux de résidence principale ;
- Région flamande : baux de résidence principale (« *Hoofdhuurovereenkomst* ») ;
- Région wallonne : mandats de gestion.

Les loyers (dans le cadre des baux) et rémunérations (dans le cadre des mandats de gestion) payés par les AIS aux propriétaires dépendent des législations régionales :

- Région de Bruxelles-Capitale : montants plafonnés et déterminés par l'Arrêté du Gouvernement de la Région de Bruxelles-Capitale organisant les agences immobilières sociales du 17 décembre 2015 ;
- Région flamande : chaque AIS a la liberté de négocier avec les propriétaires ;
- Région wallonne : chaque AIS a la liberté de négocier avec les propriétaires.

En Région de Bruxelles-Capitale, le plafond de loyers pour l'année 2021 est donné dans le tableau ci-dessous²⁵ :

²⁵ Articles 16, 30 et 31 de l'Arrêté du Gouvernement de la Région de Bruxelles-Capitale organisant les agences immobilières sociales (17 décembre 2015, publié au Moniteur belge le 8 janvier 2016)

Type of housing unit	A [EUR/month]	B [EUR/month]
Studio	356,61	453,39
App. 1 bedroom	411,46	526,45
App. 2 bedrooms	480,04	608,31
App. 3 bedrooms	576,05	739,29
App. 4 bedrooms	685,79	871,52
App. 5 bedrooms	850,37	1.091,92
House 2 bedrooms	516,37	739,29
House 3 bedrooms	617,12	871,52
House 4 bedrooms	850,37	1.091,92
Student housing	303,67	379,59

A = loyer mensuel maximum payé par le locataire à l'AIS lorsque les revenus du locataire n'excèdent pas le plafond des revenus d'admission du logement social

B = loyer mensuel maximum payé par le locataire à l'AIS lorsque les revenus du locataire excèdent le seuil d'admission du logement social ; ce loyer est également égal au loyer maximum payé par l'AIS au propriétaire

Les AIS se chargent de la gestion locative et libèrent ainsi les propriétaires des soucis de cette gestion qui se fait dans un cadre législatif évolutif et de plus en plus complexe. Ce faisant elles sécurisent la relation entre le propriétaire et l'occupant final.

En échange d'un loyer brut ou d'une rémunération brute inférieur(e) au loyer du marché (typiquement 20 à 40 %, en fonction de la localisation), le propriétaire est assuré d'une tranquillité de gestion et bénéficie d'un certain nombre d'avantages qui mènent a priori à un niveau plus faible de risques et à des coûts opérationnels réduits, tels que :

- un bail ou un mandat de gestion de longue durée portant sur un grand nombre de logements (les contrats avec les AIS portent sur un immeuble en entier ou un ensemble de logements), ce qui permet au propriétaire de limiter le risque de vide locatif inhérent à la gestion d'un portefeuille résidentiel, en particulier le vide structurel lié aux entrées et sorties des occupants finaux) ; par ailleurs, cela permet aussi au propriétaire de bénéficier d'un revenu fixe et indexé sur un immeuble en entier et sur le long terme, sans risque de devoir relouer certaines unités le cas échéant à un niveau de loyer inférieur en fonction des circonstances de marché ;
- la garantie du paiement du loyer ou de la rémunération, même en cas d'impayés ou d'inoccupation du bien (le propriétaire ayant pour contrepartie une AIS, il n'est pas directement exposé aux risques d'impayés liés aux occupants finaux ; il reste néanmoins exposé à l'AIS) ;
- la prise en charge par l'AIS des éventuels dégâts locatifs liés aux occupants finaux (dès lors, le propriétaire ne doit pas faire face à des frais de remise en état liés à d'éventuels dégâts après le départ des occupants finaux) ;
- la prise en charge par l'AIS de la gestion de l'entretien du bien ; les coûts de maintenance courante et de gros entretien restent à charge du propriétaire, néanmoins l'AIS prend souvent en charge la gestion de la maintenance courante (et refacture le coût des travaux au propriétaire) ; cela permet au propriétaire de ne pas devoir dédier du personnel afin d'effectuer le suivi et la gestion de cette maintenance (même si les travaux sont effectués par des tiers) ;

- les biens sont mis à disposition des AIS sans ou avec peu d'équipements électroménagers, ce qui limite les frais liés à la maintenance et au remplacement de ces équipements pour le propriétaire ;
- dans un certain nombre de cas, l'aide à la rénovation : en Région de Bruxelles-Capitale, certaines AIS disposent des ressources humaines nécessaires pour faire à la place du propriétaire les cahiers des charges, les demandes de prix aux entrepreneurs, le suivi administratif pour les primes régionales à la rénovation de l'habitat (demandes, envoi des pièces justificatives) et le suivi du chantier avec les entrepreneurs ; et
- des avantages fiscaux pour les propriétaires personnes morales : l'exonération ou la réduction du précompte immobilier (quelle que soit la durée du contrat) :
 - **Région de Bruxelles-Capitale** : exonération complète ;
 - **Région flamande** : réduction du taux région (2,40 % au lieu de 3,97 %, c-à-d une réduction de 40 %) ;
 - **Région wallonne** : réduction du taux région (0,80 % au lieu de 1,25 %, c'est-à-dire une réduction de 36 %).

Un certain nombre d'AIS bénéficient à la fois de subsides régionaux et de subsides communaux ou provinciaux. Les subsides perçus par les AIS ont pour but principal de couvrir leurs frais de fonctionnement, les impayés, le vide locatif et les frais de remise en état.

Enfin, les Régions flamandes et de Bruxelles-Capitale ont mis en place un mécanisme ayant pour objectif de pallier les cas où une AIS viendrait à faire défaut (voir Section 2.1.2 pour plus de détails sur ces mécanismes) :

- **Région de Bruxelles-Capitale** : voir l'article 22 de l'*Arrêté du Gouvernement de la Région de Bruxelles-Capitale organisant les agences immobilières sociales* (Moniteur belge du 8 janvier 2016)
- **Région Flamande** : voir article 33§1,6° du *Decreet houdende de Vlaamse Wooncode*.

En conséquence, même si le niveau du loyer brut ou de la rémunération brute perçu(e) par le propriétaire s'avère inférieur au loyer de marché (hors du cadre des AIS), les éléments présentés ci-dessus offrent la perspective d'un revenu locatif net appréciable qui se rapproche fortement du rendement locatif net qui serait généré par un patrimoine résidentiel loué à des conditions de marché, tout en offrant une bien meilleure stabilité, grâce à la longue durée des baux et mandats de gestion avec les AIS.

Il existe par ailleurs toujours le risque qu'une AIS ne soit pas en mesure de respecter ses engagements, comme expliqué à la Section 2 « Facteurs de risques ». A ce jour la Société n'a jamais été confrontée à une telle situation, mais la survenance d'une telle situation est possible. A noter à cet égard qu'en Région de Bruxelles-Capitale et en Région flamande, il existe des systèmes de garantie mis en place par les Régions et intervenant en cas de défaut d'une AIS, atténuant de ce fait les conséquences d'un tel défaut pour le propriétaire. A Bruxelles, en cas de retrait ou de non-renouvellement de l'agrément d'une AIS, celle-ci transfèrera les contrats qu'elle a conclus à une autre AIS de la Région (il existe 24 AIS à Bruxelles). En Région flamande, la Vlaamse Maatschappij Voor Sociaal Wonen (« VMSW ») assure le contrôle des AIS, et peut prendre l'initiative d'imposer des sanctions à une AIS qui serait mal gérée : retrait de l'agrément, obligation d'établir un plan de redressement, obligation de collaborer avec une autre AIS, obligation de faire appel à une aide spécialisée externe afin d'améliorer la gestion de l'AIS. Par ailleurs, la VMSW est tenue en vertu d'un décret de reprendre l'obligation de payer le loyer de l'AIS défaillante pendant une durée de neuf mois maximum, à condition que le contrat entre la Société et l'AIS soit reconnu en vertu de ce décret. En cas de défaut d'une AIS wallonne, aucune garantie n'existe actuellement.

6.2.6 Les autres acteurs

Il existe un certain nombre d'autres acteurs actifs dans le secteur du logement locatif à loyer abordable. Dans la très grande majorité des cas, ce sont des acteurs publics, comme des CPAS, des régies communales qui ont, au fil du temps, acquis ou développé leur propre patrimoine immobilier à vocation sociale et qui pratiquent, pour ce patrimoine, une stratégie de loyer abordable à destination d'une population à revenus faibles ou moyens. Inclusio n'a, au 31 août 2020, que trois immeubles donnés en location directement à un de ces acteurs (les immeubles Verboekhoven et Palais 195 à Schaerbeek, et l'immeuble Tolhuis à Gent). Leur niveau de loyer est 30 à 40% inférieur à celui du marché libre. Ces trois immeubles représentent 2,7 % de la juste valeur du portefeuille en exploitation au 31 août 2020.

6.3 Portefeuille de la Société au 31 août 2020

La composition du portefeuille immobilier et du pipeline de projets est donnée à l'Annexe 1.

6.3.1 Catégorisation des projets

Le portefeuille immobilier et le pipeline des dossiers en cours de négociation est structuré en quatre catégories :

- **Catégorie A – Portefeuille en exploitation**

Cette catégorie reprend tous les immeubles en exploitation, que ce soit via Inclusio ou via ses filiales (Euro-Project SA et Catalco SRL).

Cette catégorie comprend 54 immeubles répartis sur 42 sites, avec un total de 62.830 m², 602 logements à loyer abordable, 64 logements pour personnes en situation de handicap, 3 immeubles d'infrastructure sociale, 13 unités commerciales accessoires (rez-de-chaussée commerciaux), et 2 bureaux accessoires.

Les immeubles de cette catégorie ont une juste valeur de 123 MEUR, et génèrent des revenus locatifs bruts de 5,2 millions EUR/an.

Les immeubles de la catégorie A sont détaillés à la Section 6.3.4..

- **Catégorie B – Portefeuille en développement**

Cette catégorie inclut tous les immeubles détenus par Inclusio ou ses filiales et qui sont en cours de construction ou en attente de permis. Ces immeubles généreront des revenus dès la réception provisoire des travaux qui, selon le cas, devrait intervenir entre 2020 et 2022.

Cette catégorie comprend 8 immeubles répartis sur 7 sites, avec un total de 21.827 m², 212 logements à loyer abordable, 19 logements pour personnes en situation de handicap et 1 unité d'infrastructure sociale.

Pour cette catégorie, le coût total d'investissement est estimé à 36,0 MEUR. Au 31 août 2020, 17,9 MEUR ont déjà été investis dans ces projets.

Lorsqu'ils seront mis en exploitation, les 7 projets de cette catégorie généreront des revenus locatifs bruts estimés à 1,64 millions EUR/an.

Les projets de la catégorie B sont détaillés à la Section 6.3.5.

- **Catégorie C – Engagements signés**

Cette catégorie inclut tant des immeubles en exploitation que des projets de développement pour lesquels Inclusio a signé des engagements d'acquisition pour lesquels des conditions suspensives doivent encore se réaliser (ex: l'obtention d'un permis ou la réalisation d'une due diligence). A ce stade il existe encore une incertitude quant à la réalisation de ces engagements.

Cette catégorie comprend 13 immeubles répartis sur 10 sites, avec un total de 26.939 m², 243 logements à loyer abordable, 51 logements pour personnes en situation de handicap, 1 immeuble de bureau à reconvertir et 2 surfaces pour professions libérales.

Pour cette catégorie, le coût total d'investissement est estimé à 47,4 MEUR. Au 31 août 2020, 1,7 MEUR ont déjà été décaissés sur le compte bancaire d'un notaire en vue de l'acquisition de l'immeuble « Pavillon 1-5 » à Schaerbeek.

Lorsqu'ils seront mis en exploitation, les 10 projets de cette catégorie généreront des revenus locatifs bruts estimés à 2,15 millions EUR/an.

Les dossiers de la catégorie C sont détaillés à la Section 6.3.6 0.

- **Catégorie D – Négociations avancées non engageantes**

Cette catégorie inclut tant des immeubles en exploitation que des projets de développement pour lesquels les négociations sont bien avancées et pour lesquels Inclusio a signé une lettre d'intention d'acquisition non engageante, soumise à des conditions suspensives, comme par exemple l'obtention des permis ou la réalisation d'une due diligence. A ce stade il existe encore une incertitude quant à la réalisation de ces engagements.

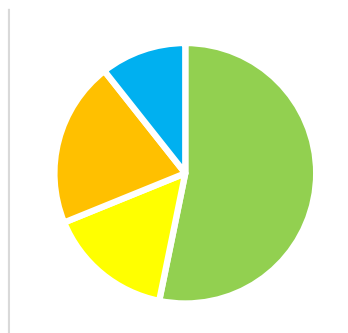
Cette catégorie comprend 12 immeubles répartis sur 5 sites, avec un total de 11.603 m² et 140 logements à loyer abordable.

Pour cette catégorie, le coût total d'investissement est estimé à 24,4 MEUR et les revenus locatifs bruts estimés lors de la mise en exploitation s'élèvent à 1,04 millions EUR/an.

Les dossiers de la catégorie D sont détaillés à la Section 6.3.7.

La répartition des dossiers de Catégories A, B, C et D est la suivante (catégorie A : juste valeur ; catégories B, C et D : coût total d'acquisition estimé) :

Category	[EUR]	[%]
A	122.527.986	53,2%
B	36.005.995	15,6%
C	47.351.725	20,6%
D	24.446.625	10,6%
Total	230.332.331	100,0%



6.3.2 Procédure de due diligence avant acquisition

Dans le cas d'un achat d'actifs, la due diligence avant acquisition porte sur les aspects financiers (revenu cadastral et précompte immobilier, taxes régionales et communales, loyers, frais de maintenance), légaux (titres de propriété du vendeur, existence de servitudes, copropriété), urbanistiques (conformité de la situation existante avec les permis d'urbanisme), sécurité-santé-environnementaux (inventaire amiante, pollution des sols, présence de matériaux dangereux dans par exemple les systèmes de refroidissement, la présence de citernes à mazout), techniques (analyse des équipements techniques, de la performance énergétique) et contractuels (baux en cours, contrats d'entretien en cours, autres contrats en cours). Ces due diligences sont réalisées en interne par Inclusio, avec l'aide de spécialistes externes (conseiller juridique, spécialiste amiante, conseiller technique, etc.).

A la connaissance d'Inclusio, aucun terrain des immeubles en exploitation (Catégorie A) et des projets du portefeuille en développement (Catégorie B) n'est impacté par une pollution des sols et les immeubles des projets en exploitation respectent les normes régionales de performance énergétique. Les aspects de pollution des sols et de performance énergétique sont par ailleurs systématiquement contrôlés pour les dossiers des Catégories C et D).

Dans le cas d'un achat de société immobilière, la due diligence porte également sur tous les aspects liés à la société immobilière : corporate (publications légales, procès-verbaux de conseils d'administration et d'assemblées générales), financiers (crédits en cours, comptes annuels), sociaux (si la société immobilière a employé du personnel), juridiques (litiges en cours), fiscaux (respect des obligations légales, impôt des sociétés, TVA, etc.) et autres. Ces due diligences sont toujours réalisées avec l'aide d'un conseiller juridique et d'un conseiller fiscal externes.

6.3.3 Historique des investissements

Les acquisitions réalisées depuis le 1^{er} janvier 2017 sont résumées dans le tableau ci-dessous, par ordre chronologique. Les montants mentionnés sont les coûts totaux d'acquisition ou de développement (somme de tous les coûts estimés jusqu'à la mise en exploitation du projet) tels qu'évalués au moment de l'acquisition. La dernière colonne « F » indique le mode de financement (FP pour Fonds Propres, LC pour Ligne de Crédit, M pour Mixte).

La situation de l'actif lors de l'acquisition est ventilée comme suit :

- EXPL – Immeuble exploitation
- RECO – Immeuble existant à reconvertir (développement propre)
- VEFA – Immeuble à construire par un tiers – vente en état futur d'achèvement
- CONS – Immeuble à construire (développement propre)

Date	Projet	Commune	Cat	Type d'actif	Montant [kEUR]	Description	Fin
2017-09-19	Brigade Piron	Molenbeek-Saint-Jean	A	EXPL	2.542	Acquisition d'un immeuble déjà loué à l'AIS Le Relais	FP
2017-09-29	Den Indruk	Brugge	A	EXPL	1.884	Acquisition de 50 % des actions de la société Re-Vive Land Die Keure SCRL (total détenu par Inclusio après cet achat : 50 %)	FP

2017-12-21	Sermon	Ganshoren	A	EXPL	1.198	Acquisition de 10 % des actions de la société Care & 1000 Homes SRL (total détenu par Inclusio après cet achat : 100 %)	FP
2018-02-27	Middelweg	Haren	C	CONS	20.500	Signature des conventions de partenariat avec Futurn (sous conditions suspensives)	LC
2018-03-22	Vijfstraten	Sint-Niklaas	A	EXPL	1.335	Acquisition d'un immeuble fraîchement rénové pour mise en location à une AIS	FP
2018-05-14	Tolhuis	Gent	A	EXPL	1.328	Acquisition d'un immeuble loué, à transférer progressivement à Huuringent (agence de location de la ville de Gand)	FP
2018-05-18	Monument	Ottignies-LLN	A	EXPL	1.729	Acquisition d'un immeuble déjà loué à l'AIS du Brabant wallon	FP
2018-06-20	Pavillon 7-9	Schaerbeek	B	RECO	7.938	Acquisition d'un immeuble de bureaux à reconvertir en une crèche au RDC et 41 logements aux étages (location à l'AIS de Schaerbeek)	M
2018-07-12	Den Indruk	Brugge	A	EXPL	1.884	Acquisition de 50 % des actions de la société Re-Vive Land Die Keure SCRL (total détenu par Inclusio après cet achat : 100 %)	FP
2018-07-13	Beughem	Schaerbeek	A	EXPL	1.912	Acquisition d'un immeuble loué, à transférer progressivement à l'AIS Etudiante	FP
2018-10-02	Domaine des Etangs	Anderlecht	A	VEFA	19.550	Acquisition VEFA ; les travaux ont été réceptionnés en juin 2020	M
2018-12-10	Palais 64	Schaerbeek	A	EXPL	2.168	Acquisition d'un immeuble vide mis en location directement à l'AIS Etudiante	FP
2018-12-19	Linde Herzele	Herzele	A	VEFA	4.285	Acquisition VEFA ; les travaux sont terminés ; la réception provisoire a eu lieu le 2019-11-14 et les immeubles sont depuis loués à l'AIS Zuid-Oost Vlaanderen	LC
2019-04-03	Antares	Woluwe-Saint-Lambert	B	RECO	15.180	Acquisition d'un immeuble de bureaux à reconvertir en 79 logements (location à l'AIS de Woluwe-Saint-Lambert)	M
2019-06-14	Roosevelt	Fraipont (Trooz)	C	EXPL	4.950	Signature de la convention de cession d'actions (sous conditions suspensives)	LC
2019-07-05	Euro-Project	Mechelen	A	EXPL	29.204	Signature de la convention de cession d'actions (sous conditions suspensives)	M
2019-07-10	VillaVip Herzele	Herzele	A	EXPL	1.750	Acquisition d'un immeuble déjà loué à OKE Zorg pour le logement et l'accueil de personnes en situation de handicap	FP

2019-07-25	Auflette	Cuesmes (Mons)	B	RECO	7.784	Acquisition de deux immeubles scolaires à reconvertir en 68 logements (location à l' AIS de Mons)	M
2019-10-24	Dendermondse-steenweg	Sint-Niklaas	B	VEFA	1.748	Acquisition VEFA ; les travaux sont actuellement en cours ; la réception provisoire est planifiée en juin 2020	LC
2019-10-24	Volral	Jette	A	EXPL	2.976	Acquisition de 100 % des actions de la société D.V. City SRL, propriétaire d'un centre d'accueil pour demandeurs d'asile loué à la Croix-Rouge de Belgique	FP
2019-11-29	Euro-Project	Mechelen	A	EXPL	29.204	Acquisition de 100 % des actions de la société Euro-Project SA	M
2019-12-12	Thomashuis Keerbergen	Keerbergen	B	RECO	1.393	Acquisition d'un immeuble à reconvertir en centre d'hébergement « Thomashuis » pour des personnes en situation de handicap. Le permis d'urbanisme a été délivré et les travaux commenceront en 2021	LC
2019-12-20	Middelweg	Haren	C	CONS	20.500	Acquisition de 26 % des actions de la société Middelweg Albert NV, qui développe un projet résidentiel de 123 logements à Haren	LC
2019-12-27	Corstienslei	Boechout	A	VEFA	3.702	Acquisition VEFA ; l'immeuble a été réceptionné en juin 2020	LC
2020-01-17	Ecole Active	Uccle	A	EXPL	7.733	Acquisition de 100 % des actions de la société Dupimmo SRL, propriétaire du terrain sur lequel est construite l'Ecole Active à Uccle	LC
2020-02-14	Ekla	Molenbeek-Saint-Jean	A	EXPL	15.728	Acquisition de 74 % des actions de la société Inclusio Vandenheuvel SA (total détenu par Inclusio après cet achat : 100 %)	LC
2020-03-03	Broedershof	Eeklo	B	CONS	2.392	Acquisition du terrain, après obtention du permis d'urbanisme. Les travaux débiteront dans le courant du 3 ^{ème} trimestre 2020	LC
2020-03-18	Dieleghem	Jette	A	EXPL	1.338	Acquisition d'un immeuble partiellement loué, à transférer vers un locataire type AIS ou Croix-Rouge de Belgique (à déterminer)	LC
2020-07-30	Thomashuis Westmalle	Westmalle	B	RECO	1.442	Acquisition d'un immeuble à reconvertir en centre d'hébergement « Thomashuis » pour des personnes en situation de handicap. La demande de permis d'urbanisme sera introduite début 2021	LC

2020-08-24	Anderlecht 168-174	Bruxelles	A	EXPL	2.512	Acquisition de 100 % des actions de la société Catalco SRL, propriétaire d'un immeuble de 36 logements loués à l'AIS Etudiante	LC
2020-08-31	Villa Vip Bredene	Bredene	A	EXPL	1.750	Acquisition d'un immeuble déjà loué à OKE Zorg pour le logement et l'accueil de personnes en situation de handicap	LC
2020-08-31	Villa Vip Wondelgem	Wondelgem	A	EXPL	1.681	Acquisition d'un immeuble déjà loué à OKE Zorg pour le logement et l'accueil de personnes en situation de handicap	LC

6.3.4 Catégorie A - Portefeuille en exploitation

Au 31 août 2020, Inclusio et ses deux filiales du périmètre (Euro-Project SA et Catalco SRL) possèdent 42 projets en exploitation pour un total de 54 immeubles, avec une surface locative brute de 62.830 m². La juste valeur des immeubles en exploitation s'élève à 123 MEUR. Cette juste valeur est déterminée sur base de l'évaluation par l'expert immobilier agréé de la Société sur base de la méthode expliquée à la Section 6.5.

Chaque projet en exploitation peut comporter plusieurs immeubles, plusieurs affectations (par exemple un rez-de-chaussée commercial et des logements aux étages) et plusieurs locataires (par exemple un commerçant et une AIS).

Le nombre total d'unités locatives est de 684 (auxquelles s'ajoutent 431 emplacements de parking et garages), ventilées comme suit :

- 617 unités dans des immeubles de logements à loyer abordable :
 - 4 maisons unifamiliales ;
 - 18 chambres pour étudiants
 - 173 studios ;
 - 143 appartements 1 chambre ;
 - 194 appartements 2 chambres ;
 - 49 appartements 3 chambres ;
 - 14 appartements 4 chambres ;
 - 7 appartements 5 chambres ;
 - Soit un total de 602 unités de logement, et
 - 15 unités accessoires (13 commerces et 2 bureaux).
- 64 unités pour le logement et l'accueil de personnes en situation de handicap (composées de 31 studios, 30 chambres et 3 maisons pour des couples d'exploitants) ;
- 3 unités d'infrastructure sociale : 1 centre d'accueil pour demandeuses d'asile ; 1 école ; et 1 immeuble de bureau (loué à une AIS).

La liste des projets en exploitation est reprise ci-dessous. Les projets sont listés par région et au sein de chaque région le classement est opéré par la chronologie des acquisitions.

Les codes suivants sont utilisés :

- Région : B = Bruxelles ; F = Flandre ; W = Wallonie
- Marché : L = Logement à loyer abordable ; H = infrastructure et logement pour personnes en situation de handicap ; IS = Infrastructure Sociale
- Année : il s'agit de l'année de construction ou de rénovation profonde
- Nombre d'unités : il s'agit du nombre d'unités locatives, hors parking

#	Nom du projet	Région	Commune	Marché	Année	Unités [no]	Locataire principal	Durée restante location ²⁶ [ans]	Loyer annuel brut [kEUR]	Juste Valeur au 31/08/2020 [kEUR]
1	Bon Pasteur	B	Evere	L	2013	38	AIS Hector Denis	8,0	266	6.646
2	Sermon	B	Ganshoren	L	2015	11	AIS Baita	3,2	55	1.157
3	Palais 195	B	Schaerbeek	L	2002	7	Commune de Schaerbeek	9,6	46	1.070
4	Verboekhoven	B	Schaerbeek	L	2002	6	Commune de Schaerbeek	9,4	59	1.166
5	Harmonie	B	Bruxelles	L	2000	1	AIS de Jette	23,3	10	229
6	Niveau 24	B	Molenbeek	L	2002	1	AIS M.A.I.S.	23,3	10	228
7	Niveau 26	B	Molenbeek	L	2002	1	AIS M.A.I.S.	23,3	10	228
8	Perle	B	Molenbeek	L	2002	1	AIS Logement pour Tous	5,0	11	304
9	Gand 4	B	Molenbeek	L	2000	4	AIS M.A.I.S.	18,4	29	572
10	Colonne	B	Molenbeek	L	2000	5	AIS M.A.I.S.	23,3	33	475
11	Gabriele Petit 26-28	B	Molenbeek	L	1995	4	AIS M.A.I.S.	23,3	34	801
12	Gabrielle Petit 30	B	Molenbeek	L	2004	4	AIS M.A.I.S.	23,3	22	492
13	Carton de Wiert	B	Jette	L	1996	15	AIS de Jette	23,3	101	2.447
14	Vekemans	B	Neder-over- Heembeek	L	1989	15	AIS Logement pour Tous	6,3	104	1.869
15	Brigade Piron	B	Molenbeek	L	2009	20	AIS Le Relais	7,1	118	2.550
16	Beughem	B	Schaerbeek	L	2002	21	AIS Etudiante	14,4	104	1.989
17	Domaine des Etangs	B	Anderlecht	L	2020	113	AIS Baita AIS LPT	26,8	775	19.760

²⁶ La durée restante de location est calculée au 31 août 2020.

							AIS MAIS			
18	Palais 64	B	Schaerbeek	L	2011	20	AIS Etudiante	13,3	101	2.085
19	Ekla	B	Molenbeek	L	2019	92	AIS M.A.I.S.	25,5	744	15.924
20	Volral	B	Jette	IS	2012	1	Croix-Rouge de Belgique	1,0	191	2.934
21	Ecole Active	B	Uccle	IS	2017	1	Ecole Active	43,8	284	7.677
22	Dielegthem	B	Jette	L	1995	12	Personnes physiques	0,3	11	1.196
23	Anderlecht 168	B	Bruxelles	L	2000	36	AIS Etudiante	8,0	125	1.888
24	Den Indruk	F	Brugge	H	2017	13	Zorghuizen	24,2	75	1.877
25	Vijfstraten	F	Sint-Niklaas	L	2017	8	SVK Waasland	12,7	47	1.422
26	Tolhuis	F	Gent	L	1975	8	Huuringent	6,9	45	1.121
27	Linde Herzele	F	Herzele	L+IS	2019	19	SVK Zuid-Oost Vlaanderen	17,2	162	4.613
28	Corstienslei	F	Boechout	H	2020	18	SVK Woonweg VZW Pegode	14,8	136	3.701
29	Villa Vip Bredene	F	Bredene	H	2018	11	OKE Zorg	15,0	70	1.618
30	Villa Vip Herzele	F	Herzele	H	2017	11	OKE Zorg	13,9	71	1.643
31	Villa Vip Wondelgem	F	Wondelgem	H	2018	11	OKE Zorg	15,0	70	1.545
32	Delling	F	Mechelen	L	2002	14	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	120	3.044
33	Augustijnen	F	Mechelen	L	1996	7	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	44	802
34	Oude Brusselsestraat	F	Mechelen	L	1999	9	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	92	2.454
35	MMechelsveld	F	Mechelen	L	1996	12	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	92	2.498

36	Europalaan	F	Mechelen	L	1997	16	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	124	2.924
37	Geerdegem	F	Mechelen	L	2003	5	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	33	905
38	Brusselsesteen weg 546-550	F	Mechelen	L	2002	17	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	183	4.260
39	Zwartklooster	F	Mechelen	L	2004	25	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	218	5.828
40	Brusselsesteen weg 428-430	F	Mechelen	L	1994	11	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	80	1.274
41	Linde Mechelen	F	Mechelen	L	2005	23	SVK Mechelen + personnes physiques	18,0	184	5.520
42	Monument	W	Ottignies	L	2017	17	AIS du Brabant wallon	10,2	84	1.793

Total 684 19,2 5.176 122.528

Note : des emplacements de parking sont loués dans le projet « Antares » actuellement en développement (Catégorie B), pour un loyer de 52.643 EUR/an, ce qui porte le total des loyers actuels à 5.228.674 EUR/an.

Au 31 août 2020, le vide locatif sur le portefeuille immobilier en exploitation (Catégorie A) s'élève à 241.340 EUR sur une base annuelle (4,4%). Voir Section 2.1.3. Calculé sur les 8 premiers mois de l'exercice 2020, le vide locatif cumulé s'élève à 3,1%.

Au 31 août 2020, le rendement locatif brut (loyer du mois d'août multiplié par 12 et divisé par la juste valeur) sur le portefeuille en exploitation est de :

- 4,22% en moyenne sur l'ensemble du portefeuille ;
- 4,41% en Région de Bruxelles-Capitale, 3,92% en Région Flamande et 4,71% en Région Wallonne ;
- 4,16% pour le logement à loyer abordable, 4,06% pour l'infrastructure handicap et 4,97% pour l'infrastructure sociale.

a. Répartition géographique

Tous les immeubles en exploitation (Catégorie A) sont situés en Belgique. La majeure partie se situe actuellement à Bruxelles. Ce portefeuille se ventile comme suit dans les trois régions :

Région	Sur base de la juste valeur au 31 août 2020		Sur base des loyers au 31 août 2020	
	[MEUR]	[%]	[kEUR/an]	[%]
Bruxelles	73,7	60,1	3.299	63,1
Flandre	47,0	38,4	1.845	35,3
Wallonie	1,8	1,5	84	1,6
Total	122,5	100,0	5.229	100,0

b. Répartition par marché

Le portefeuille en exploitation est principalement constitué de logements à loyer abordable, et se ventile comme suit selon le marché :

Marché	Sur base de la juste valeur au 31 août 2020		Sur base des loyers au 31 août 2020	
	[MEUR]	[%]	[kEUR/an]	[%]
Logement à loyer abordable	100,0	81,6	4.280	81,9
Infrastructure handicap	10,4	8,5	422	8,1
Infrastructure sociale	12,1	9,9	527	10,1
Total	122,5	100,0	5.229	100,0

c. Top 5 des immeubles

Les cinq immeubles en exploitation les plus importants sont les suivants (le « **Top 5 des immeubles** ») :

Projet	Sur base de la juste valeur au 31 août 2020		Sur base des loyers au 31 août 2020	
	[MEUR]	[%]	[kEUR/an]	[%]
Domaine des Etangs	19,8	16,1	775	15,0
Ekla	15,9	13,0	744	14,4
Ecole Active	7,7	6,3	284	5,5
Bon Pasteur	6,6	5,4	266	5,1
Zwartklooster	5,8	4,8	218	4,2
Total 5 projets les plus importants	55,8	45,6	2.287	44,2

« *Domaine des Etangs* »

L'actif en exploitation le plus grand est l'immeuble « *Domaine des Etangs* » situé à la Route de Lennik (Anderlecht). Inclusio est propriétaire dans cet ensemble de :

- 106 logements répartis sur 10 immeubles
- 6 commerces et 1 bureau au rez-de-chaussée
- 84 emplacements de parking souterrains

Les logements sont tous donnés en gestion à trois AIS (AIS Baita, AIS Logement pour Tous, AIS M.A.I.S) pour une durée de 27 ans.

« *Ekla* »

Le deuxième plus grand actif en exploitation est le projet « *Ekla* » situé à la Gare de l'Ouest (Molenbeek-Saint-Jean). Ce complexe comprend :

- 91 logements répartis sur 3 immeubles (tous les logements sont loués à l'AIS M.A.I.S. pour une durée de 27 ans) :
 - o Chaussée de Ninove : 50 logements destinés à des étudiants soutenus par le CPAS
 - o Rue Edmond Bonehill : 21 logements destinés à des familles dans un immeuble de 3 étages
 - o Rue Alphonse Vandenpeereboom : 20 logements destinés à des familles aux étages 3, 4 et 5 d'une tour de 18 étages (les autres étages ont été vendus à la pièce par le promoteur) ;
- un rez-de-chaussée commercial (612 m², loué à une enseigne de grande distribution pour 27 ans) ; et
- 30 emplacements de parking souterrains.

La concentration par actif du portefeuille en exploitation deviendra de plus en plus faible au fur et à mesure que les projets de catégories B et C entreront en exploitation. Le plus gros projet des catégories B et C est Middelweg (20,5 millions EUR). Il entrera en exploitation en avril 2023. En prenant l'hypothèse que le portefeuille en exploitation en avril 2023 aura une juste valeur de 200 millions EUR, le projet Middelweg représentera environ 10% du portefeuille en exploitation.

d. Top 5 des locataires

Les AIS sont les plus importants locataires d'Inclusio. Les cinq locataires les plus importants des immeubles en exploitation sont les suivants (le « **Top 5 des locataires** ») :

Locataires	Sur base de la juste valeur au 31 août 2020	
	[MEUR]	[%]
AIS M.A.I.S.	20,6	16,8
AIS Baita	8,0	6,5
Ecole Active ASBL	7,7	6,3
AIS Logement pour Tous	7,1	5,8
AIS Hector Denis	6,1	5,0
Total 5 locataires les plus importants	49,6	40,5

Locataires	Sur base des loyers au 31 août 2020	
	[kEUR/an]	[%]
AIS M.A.I.S.	954	18,2
AIS Baita	359	6,9
AIS Logement pour Tous	325	6,2
AIS Etudiante	300	5,7
Ecole Active ASBL	284	5,4
Total 5 locataires les plus importants	2.223	42,5

S'agissant de la répartition future, à savoir postérieurement au 31 août 2020:

- Le pourcentage de l'AIS M.A.I.S. diminuera avec la croissance du portefeuille en exploitation, car plus aucun autre projet en développement n'est actuellement planifié avec cette AIS.
- Le pourcentage de la SVK Mechelen augmentera au fur et à mesure du transfert des appartements de la filiale Euro-Project (suite au départ volontaire des locataires présents lors de l'acquisition en novembre 2019). Ce transfert s'étalera sur plusieurs années, de sorte que lorsque le transfert sera complet la SVK Mechelen sera en dessous de 20% de la juste valeur du portefeuille en exploitation (la juste valeur au 31 août 2020 des logements dans les immeubles d'Euro-Project représente 17,2% des catégories A+B, et 13,2% des catégories A+B+C).

6.3.5 Catégorie B – Portefeuille en développement

Cette catégorie inclut tous les immeubles détenus par Inclusio ou ses filiales et qui sont en cours de construction ou en attente de permis. Ces immeubles généreront des revenus dès la réception provisoire des travaux qui, selon le cas, devrait intervenir entre 2020 et 2022.

Cette catégorie comprend 8 immeubles répartis sur 7 sites, avec un total de 21.827 m², 212 logements à loyer abordable, 19 logements pour personnes en situation de handicap et 1 unité d'infrastructure sociale (B016 Pavillon 7 : crèche au rez-de-chaussée).

Pour cette catégorie, le coût total d'investissement est estimé à 36,0 M. Au 31 août 2020, 17,9 MEUR ont déjà été investis dans ces projets.

Lorsqu'ils seront mis en exploitation, les 7 projets de cette catégorie généreront des revenus locatifs bruts estimés à 1,64 millions EUR/an.

Les projets en développement (Catégorie B décrite ci-dessus) sont résumés dans les tableaux ci-dessous.

#	Nom du projet	Région	Commune	Marché	Nombre d'unités [no]	Locataire principal	Durée location estimée [ans] ²⁷	Loyer annuel brut estimé [kEUR]	Coût total d'acquisition estimé [kEUR]	Déjà décaissé au 31/08/2020 [kEUR]
1	Pavillon 7-9	Bruxelles	Schaerbeek	Logement	42	AIS ASIS	27	407	9.276	5.509
2	Antares	Bruxelles	Woluwe-St-Lambert	Logement	79	AIS de Woluwe-St-Lambert	27	577	11.967	4.748
3	Broedershof	Flandre	Eeklo	Logement	15	SVK Meetjesland	18	89	2.392	589
4	Thomahuis	Flandre	Keerbergen	Handicap	9	Thomashuizen België	30	72	1.393	616
5	Dendermondsesteenweg	Flandre	Sint-Niklaas	Logement	9	SVK Waasland	18	63	1.753	1.415
6	Thomashuis	Flandre	Westmalle	Handicap	10	Thomashuizen België	30	76	1.442	574
7	Auflette	Wallonie	Cuesmes (Mons)	Logement	68	AIS Mons Logement	9	359	7.784	4.416
Total					232		Total	1.643	36.006	17.867

#	Nom du projet	Année de construction ou de rénovation	Permis urbanisme	Début exploitation (date estimée)
1	Pavillon 7-9	2020-2021	Délivré	01/07/2021
2	Antares	2020-2021	Délivré	01/10/2021
3	Broedershof	2020-2021	Délivré	01/10/2021
4	Thomahuis Keerbergen	2021	Délivré	01/01/2022
5	Dendermondsesteenweg	2019-2020	Délivré	01/01/2021
6	Thomashuis Westmalle	2021-2022	Demande à introduire	01/12/2022
7	Auflette	2020-2021	Délivré	Phase 1 : 15/10/2020 Phase 2 : 01/02/2021 Phase 3 : 01/05/2021 Phase 4 : 01/10/2021

Le rendement immobilier brut de départ moyen sur les projets de Catégorie B est de 4,56%.

Les loyers ont été déterminés sur base de la législation AIS en Région de Bruxelles-Capitale (loyers plafonnés), de l'accord cadre en vigueur avec Thomashuizen België, des contrats signés ou des loyers en vigueur pour les projets en exploitation.

La date de début d'exploitation correspond :

- à la date d'acquisition lorsqu'un immeuble est en exploitation lors de son acquisition ;

²⁷ Durée de location estimée au 31 août 2020, sur base des contrats de location signés ou en cours de négociation.

- à la date de réception provisoire lorsqu'un immeuble est en développement lors de son acquisition.

Le montant total qui doit encore être décaissé au 31 août 2020 afin de terminer tous les projets de catégorie B est estimé à 17,9 MEUR.

Parmi les projets de Catégorie B, les deux projets les plus importants sont les suivants (en ordre décroissant) :

- « **B021 Antares** » à Woluwe-Saint-Lambert : il s'agit de la reconversion pour compte propre d'un ancien immeuble de bureaux en 79 logements et une salle commune avec buanderie. Le projet comprend également deux niveaux de parking souterrains avec de nombreux emplacements pour vélos et 131 emplacements pour voitures. Le permis d'urbanisme a été délivré par la Région de Bruxelles-Capitale en avril 2020. Le contrat d'entreprise générale a été signé en juin 2020, et les travaux sont en cours. La réception provisoire est planifiée fin 2021. L'immeuble sera donné dans son entièreté en gestion à l'AIS de Woluwe-Saint-Lambert, pour une durée de 27 ans.
- « **B016 Pavillon 7-9** » à Schaerbeek : il s'agit de la reconversion pour compte propre d'un ancien immeuble de bureaux en 41 logements et une crèche au rez-de-chaussée. Le projet comprend également un niveau de parking souterrain avec de nombreux emplacements pour vélos et 22 emplacements pour voitures. Le permis d'urbanisme a été délivré par la Région de Bruxelles-Capitale en octobre 2019. Les travaux sont en cours. La réception provisoire est planifiée dans le milieu de l'année 2021. Les logements seront loués à l'AIS de Schaerbeek pour une durée de 27 ans. Un locataire est recherché pour la crèche au rez-de-chaussée.

Aucun actif en développement ne dépasse les 8 % de la somme des Catégories A et B.

Après l'entrée en exploitation de tous les projets de catégorie B, le Top 5 des immeubles (sur base de la juste valeur) sera modifié comme suit (avec les hypothèses suivantes : d'autres acquisitions plus importantes n'ont pas lieu d'ici là, aucune variation importante de la juste valeur n'a lieu d'ici là sur les immeubles en exploitation au 31 août 2020, la juste valeur sera proche du coût total d'acquisition ; les dossiers de catégories C et D n'entrent pas en phase d'exploitation avant les projets de catégorie B) :

#	Projet	Sur base de la valeur au 31 août 2020		Sur base des loyers au 31 août 2020	
		[MEUR]	[%] sur cat A + B	[kEUR/an]	[%] sur cat A + B
1	Domaine des Etangs	19,8	12,5	775	11,4
2	Ekla	15,9	10,0	744	10,9
3	Antares	12,0	7,5	577	8,5
4	Pavillon 7-9	9,3	5,9	407	6,0
5	Auflette	7,8	4,9	359	5,3
	Total Top 5	64,7	40,8	2.862	42,0

En prenant les mêmes hypothèses, le Top 5 des locataires sera modifié comme suit :

#	Locataire	Sur base de la juste valeur (*)	
		[MEUR]	[%] sur cat A + B
1	AIS M.A.I.S.	20,6	13,0
2	AIS de Woluwe-St-Lambert	12,0	7,5
3	AIS Baita	8,0	5,1
4	AIS de Mons	7,8	4,9
5	Ecole Active	7,7	4,8
	Total Top 5	56,1	35,4

(*) Juste valeur pour les projets de catégorie A et coût total d'acquisition estimé pour les projets de catégorie B

#	Locataire	Sur base des loyers	
		[kEUR/an]	[%] sur cat A + B
1	AIS M.A.I.S.	954	14,0
2	AIS de Woluwe-St-Lambert	577	8,5
3	AIS Baita	359	5,3
4	AIS de Mons	359	5,3
5	AIS Logement pour Tous	325	4,8
	Total Top 5	2.574	37,8

6.3.6 Catégorie C – Engagements signés

Inclusio étudie en permanence l'acquisition de projets en exploitation ou de projets à développer. Au 31 août 2020, Inclusio a signé des engagements d'acquisition fermes assortis de conditions, telles que l'obtention d'un permis ou la réalisation d'une due diligence), pour les 10 projets suivants (comportant au total 13 immeubles) :

- 2 projets (comportant 4 immeubles) à Bruxelles :
 - o Projet à Haren (nord de Bruxelles) comportant 3 immeubles totalisant 123 logements. Le permis d'urbanisme a été délivré par la Région de Bruxelles-Capitale et les travaux ont démarré en août 2020. La mise en exploitation est prévue début 2023. Ce projet n'est pas repris en catégorie B car son acquisition est soumise à des conditions suspensives ;
 - o Projet à Schaerbeek (Pavillon 1-5) en cours d'acquisition : immeuble de bureaux à reconvertir en logements (nombre de logements à confirmer après l'obtention du permis d'urbanisme) ;
- 4 projets (comportant 5 immeubles) en Flandre (Meldert, Sint-Katelijne-Waver, Stekene et Wachtebeke) de plus petite taille;
- 4 projets (comportant 4 immeubles) en Wallonie (Verviers, Trooz, Modave et Quaregnon) de plus petite taille également.

Ensemble, ces 10 immeubles représentent 26.939 m² bruts pour 297 unités locatives (hors parkings). Le loyer brut annuel est estimé à 2,15 MEUR pour un coût total d'investissement estimé à 47,4 MEUR. Au 31 août 2020, 1,7 MEUR ont déjà été décaissés sur le compte du notaire pour l'acquisition de l'immeuble Pavillon 1-5.

#	Nom du projet	Région	Commune	Marché	Nombre d'unités [no]	Locataire principal	Durée location estimée ²⁸ [ans]	Loyer annuel brut estimé [kEUR]	Coût total d'acquisition estimé [kEUR]
1	Middelweg	Bruxelles	Haren	Logement	125	AIS Hector Denis et AIS Baita	16	947	20.517
2	Pavillon 1-5	Bruxelles	Schaerbeek	Logement	1	AIS de Schaerbeek	2	100	1.698
3	Thomashuis	Flandre	Meldert	Handicap	11	Thomashuis	30	70	1.390
4	Borgerstein	Flandre	Sint-Katelijne-Waver	Logement	23	AIS Den Optrek	15	137	3.690
5	Nationale	Flandre	Stekene	Logement	18	AIS Waasland	15	118	3.204
6	Melkerij	Flandre	Wachtebeke	Logement	28	AIS Meetjesland	15	161	4.685
7	Stembert	Wallonie	Verviers	Logement	20	AIS Logeo	15	108	2.524
8	Roosevelt	Wallonie	Fraipont (Trooz)	Handicap	40	Le Jardin de Fraipont ASBL	30	300	4.951
9	Elmer	Wallonie	Strée (Modave)	Logement	20	A déterminer	30	144	3.110
10	Coron	Wallonie	Quaregnon	Logement	11	AIS des Rivières	5	66	1.582
					297			2.152	47.352

#	Nom du projet	Année de construction ou de rénovation	Permis urbanisme	Début exploitation	Conditions suspensives
1	Middelweg	2020-2022	Délivré	01/04/2023	Levée d'une option de vente ou d'achat
2	Pavillon 1-5	2023-2024	Demande à introduire	01/06/2024	Droit de préemption
3	Thomashuis Meldert	2020-2021	Délivré	01/07/2021	Mise en location
4	Borgerstein	2021-2023	Demandé	01/04/2023	Permis
5	Nationale	2021-2022	En recours	01/06/2022	Permis
6	Melkerij	2021-2023	Demande à introduire	01/01/2024	Permis
7	Stembert	2017-2020	Délivré	01/01/2021	Location de tous les logements
8	Roosevelt	2019-2020	Délivré	01/05/2021	Mise en exploitation et location
9	Elmer	2021-2022	Demande en cours	01/09/2022	Permis
10	Coron	2014	Délivré	01/01/2021	Due diligence

²⁸ Durée de location estimée au 31 août 2020, sur base des contrats de location en vigueur, signés ou en cours de négociation.

Tous ces projets sont en développement ou à développer, à l'exception des projets Stembert et Coron qui sont en exploitation.

Aucun montant n'a été payé par Inclusio pour les dossiers de Catégorie C, mis à part l'acquisition de l'immeuble de la rue du Pavillon 1-5 à transformer et une participation dans la société de projet du projet Middelweg et quelques frais mineurs de due diligence. Ces projets seront financés avec les lignes de crédit bancaires et l'augmentation de capital à l'Offre.

Après l'entrée en exploitation de tous les projets de catégorie B et C, la répartition du Top 5 des immeubles (sur base de la juste valeur) sera modifiée comme suit (avec les hypothèses suivantes : d'autres acquisitions plus importantes n'ont pas lieu d'ici là, aucune variation importante de la juste valeur n'a lieu d'ici là sur les immeubles en exploitation au 31 août 2020, la juste valeur sera proche du coût total d'acquisition ; les dossiers de Catégorie D n'entrent pas en phase d'exploitation avant les projets de Catégorie B et C) :

#	Projet	Sur base de la valeur (*) au 31 août 2020		Sur base des loyers au 31 août 2020	
		[MEUR]	[%] sur cat A + B + C	[kEUR/an]	[%] sur cat A + B + C
1	Middelweg	20,5	10,0	947	10,6
2	Domaine des Etangs	19,8	9,6	775	8,6
3	Ekla	15,9	7,7	744	8,3
4	Antares	12,0	5,8	577	6,4
5	Pavillon 7-9	9,3	4,5	407	4,5
	Total Top 5	77,4	37,6	3.450	38,5

(*) Juste valeur pour les projets de catégorie A et coût total d'acquisition estimé pour les projets de catégorie B et C

En prenant les mêmes hypothèses, la répartition du Top 5 des locataires sera modifiée comme suit :

#	Locataire	Sur base de la valeur (*) au 31 août 2020		Sur base des loyers au 31 août 2020	
		[MEUR]	[%] sur cat A + B + C	[kEUR/an]	[%] sur cat A + B + C
1	AIS M.A.I.S.	20,6	10,0	954	10,6
2	AIS Hector Denis	16,8	8,2	750	8,4
3	AIS Baita	16,3	7,9	742	8,3
4	AIS de Woluwe-St-Lambert	12,0	5,8	577	6,4
5	AIS de Mons	7,8	3,8	359	4,0
	Total Top 5	73,5	35,7	3.382	37,7

(*) Juste valeur pour les projets de catégorie A et coût total d'acquisition estimé pour les projets de catégorie B et C

6.3.7 Catégorie D – Négociations avancées non engageantes

Par ailleurs, Inclusio étudie la faisabilité de divers autres projets d'acquisition, pour lesquels elle a signé des lettres d'intention. Il s'agit de 5 projets (2 à Bruxelles et 3 en Wallonie). Le loyer brut annuel estimé est de 1,04 MEUR pour un coût total d'investissement estimé à 24,4 millions EUR. Les lettres d'intention signées sont non liantes pour Inclusio (conditions suspensives types : résultat satisfaisant d'une due diligence portant sur les aspects juridiques, urbanistiques, techniques et environnementaux ; signature d'un contrat de location long terme; le cas échéant l'obtention des permis purgés de tout recours).

Aucun montant n'a été payé par Inclusio pour les dossiers de catégorie D, mis à part quelques frais mineurs de due diligence. Ces projets seront financés avec les lignes de crédit bancaires et l'augmentation de capital à l'Offre.

6.3.8 Total des catégories A, B, C et D

L'évolution du portefeuille en exploitation dépendra d'une part du démarrage de l'exploitation des immeubles de catégories B, C et D qui entreront en exploitation entre fin 2020 et 2023, et d'autre part des autres immeubles qui seront acquis mais qui ne sont au 31 août 2020 pas encore repris dans les catégories B, C et D. La réalisation des dossiers repris dans les catégories C et D est encore incertaine.

La répartition géographique et par affectation principale de la somme des projets de Catégories A, B, C et D est donnée ci-dessous (les montants mentionnés pour la Catégorie A sont les justes valeurs au 31 août 2020 et les montants repris dans les Catégories B, C et D sont le coût total estimé au moment de l'entrée en exploitation).

Le total des catégories A, B, C et D conduit à un portefeuille prévisionnel de 230 millions d'EUR fin 2023.

a. Répartition géographique

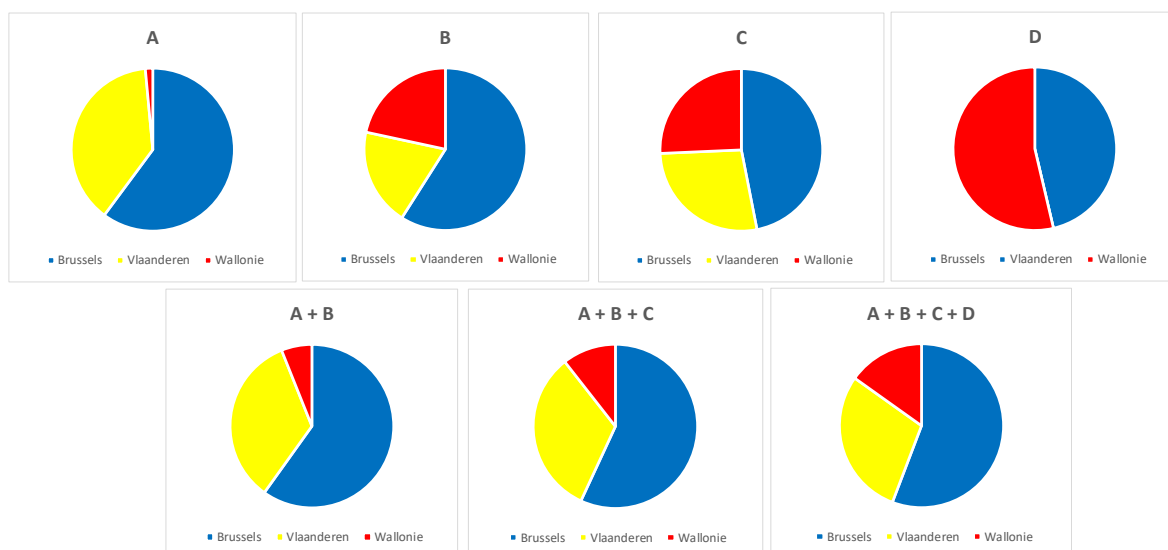
	Brussels	Vlaanderen	Wallonie	Total
Total A	73.688.669	47.046.428	1.792.889	122.527.986
Total B	21.243.342	6.979.067	7.783.586	36.005.995
Total C	22.215.951	12.968.440	12.167.334	47.351.725
Total D	11.327.912	0	13.118.713	24.446.625

Total A	60,1%	38,4%	1,5%	100,0%
Total B	59,0%	19,4%	21,6%	100,0%
Total C	46,9%	27,4%	25,7%	100,0%
Total D	46,3%	0,0%	53,7%	100,0%

Total A	73.688.669	47.046.428	1.792.889	122.527.986
Total A + B	94.932.011	54.025.495	9.576.475	158.533.981
Total A + B + C	117.147.962	66.993.935	21.743.809	205.885.706
Total A + B + C + D	128.475.874	66.993.935	34.862.522	230.332.331

Total A	60,1%	38,4%	1,5%	100,0%
Total A + B	59,9%	34,1%	6,0%	100,0%
Total A + B + C	56,9%	32,5%	10,6%	100,0%
Total A + B + C + D	55,8%	29,1%	15,1%	100,0%

Juste valeur pour la catégorie A, coût total d'investissement estimé pour les Catégories B, C et D



b. Répartition par marché

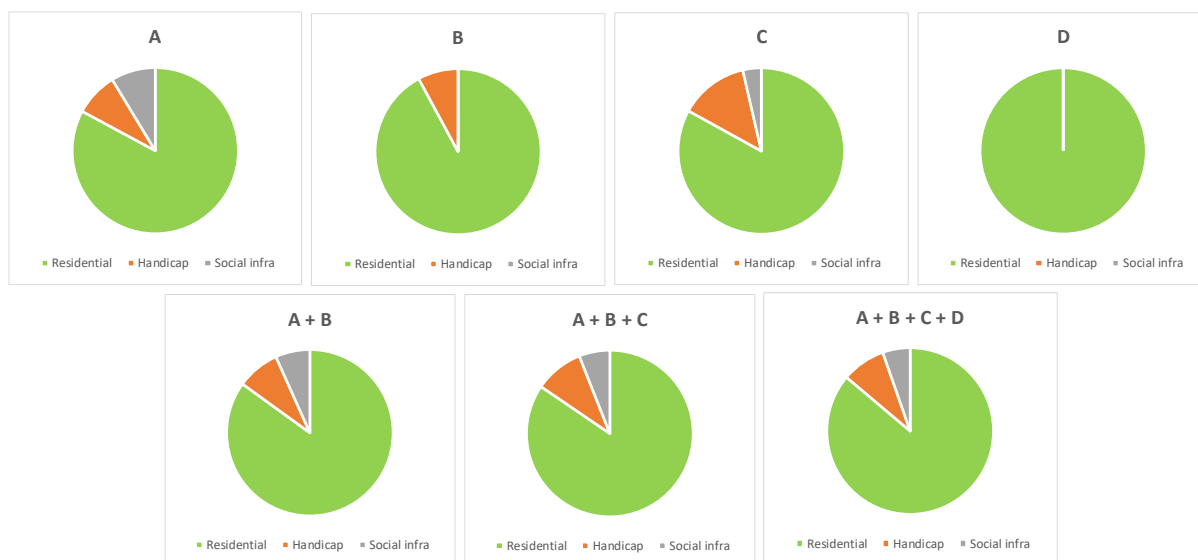
	Residential	Handicap	Social infra	Total
Total A	101.533.064	10.384.190	10.610.732	122.527.986
Total B	33.171.858	2.834.137	0	36.005.995
Total C	39.312.259	6.340.997	1.698.469	47.351.725
Total D	24.446.625	0	0	24.446.625

Total A	82,9%	8,5%	8,7%	100,0%
Total B	92,1%	7,9%	0,0%	100,0%
Total C	83,0%	13,4%	3,6%	100,0%
Total D	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%

Total A	101.533.064	10.384.190	10.610.732	122.527.986
Total A + B	134.704.922	13.218.327	10.610.732	158.533.981
Total A + B + C	174.017.181	19.559.324	12.309.201	205.885.706
Total A + B + C + D	198.463.806	19.559.324	12.309.201	230.332.331

Total A	82,9%	8,5%	8,7%	100,0%
Total A + B	85,0%	8,3%	6,7%	100,0%
Total A + B + C	84,5%	9,5%	6,0%	100,0%
Total A + B + C + D	86,2%	8,5%	5,3%	100,0%

Juste valeur pour la Catégorie A, coût total d'investissement estimé pour les catégories B, C et D



c. Répartition par type de locataire

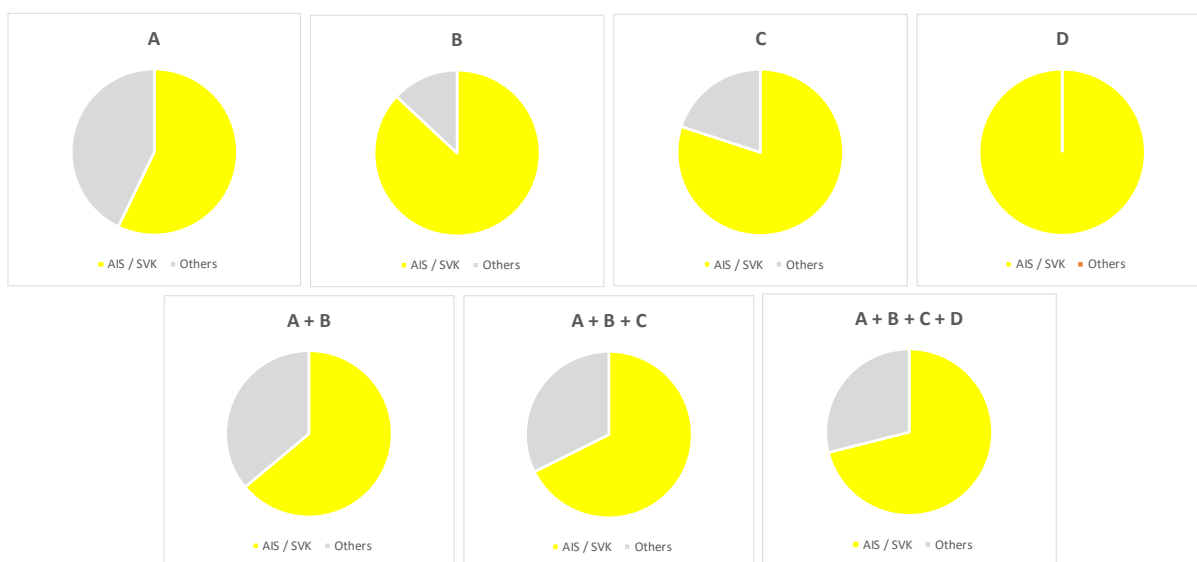
	AIS / SVK	Others	Total
Total A	70.027.507	52.500.479	122.527.986
Total B	31.316.563	4.689.432	36.005.995
Total C	37.900.623	9.451.102	47.351.725
Total D	24.446.625	0	24.446.625

Total A	57,2%	42,8%	100,0%
Total B	87,0%	13,0%	100,0%
Total C	80,0%	20,0%	100,0%
Total D	100,0%	0,0%	100,0%

Total A	70.027.507	52.500.479	122.527.986
Total A + B	101.344.070	57.189.910	158.533.981
Total A + B + C	139.244.693	66.641.012	205.885.706
Total A + B + C + D	163.691.318	66.641.012	230.332.331

Total A	57,2%	42,8%	100,0%
Total A + B	63,9%	36,1%	100,0%
Total A + B + C	67,6%	32,4%	100,0%
Total A + B + C + D	71,1%	28,9%	100,0%

Juste valeur pour la Catégorie A, coût total d'investissement estimé pour les Catégories B, C et D



d. Top 5 des immeubles

Après l'entrée en exploitation de tous les projets de catégorie B, C et D, la répartition dans le Top 5 des immeubles (sur base de la juste valeur) sera modifiée comme suit (avec les hypothèses suivantes : d'autres acquisitions plus importantes n'ont pas lieu d'ici là, aucune variation importante de la juste valeur n'a lieu d'ici là sur les immeubles en exploitation au 31 août 2020, la juste valeur sera proche du coût total d'acquisition) :

#	Projet	Sur base de la valeur (*)		Sur base des loyers	
		[MEUR]	[%] sur cat A+B+C+D	[kEUR/an]	[%] sur cat A+B+C+D
1	Middelweg	20,5	8,9	947	9,5
2	Domaine des Etangs	19,8	8,6	775	7,7
3	Ekla	15,9	6,9	744	7,4
4	Antares	12,0	5,2	577	5,8
5	Pavillon 7-9	9,3	4,0	407	4,1

Total Top 5 77,4 33,6

(*) Juste valeur pour la Catégorie A, coût total d'investissement estimé pour les Catégories B, C et D

e. Top 5 des locataires

En prenant les mêmes hypothèses, la répartition dans le Top 5 des locataires sera modifiée comme suit (en considérant que tous les logements de la SA Euro-Project sont transférés à l'AIS de Mechelen, avec les loyers suivants : studio : 405 EUR/mois ; appartement 1 chambre : 455 EUR/mois ; appartement 2 chambres : 505 EUR/mois ; appartement 3 chambres : 555 EUR/mois) :

#	Locataire	Sur base de la valeur (*)	
		[MEUR]	[%] sur cat A + B + C + D
1	AIS Mechelen	27,7	12,0
2	AIS M.A.I.S.	20,6	9,0
3	AIS Hector Denis	16,8	7,3
4	AIS Baita	16,3	7,1
5	AIS de Woluwe-St-Lambert	12,0	5,2
	Total Top 5	93,4	40,6

(*) Juste valeur pour la Catégorie A, coût total d'investissement estimé pour les Catégories B, C et D

#	Locataire	Sur base des loyers	
		[kEUR/an]	[%] sur cat A + B + C + D
1	AIS M.A.I.S.	954	10,0
2	AIS Mechelen	817	8,5
3	AIS Hector Denis	750	7,8
4	AIS Baita	742	7,7
5	AIS de Woluwe-St-Lambert	503	5,2
	Total Top 5	3.544	35,4

6.3.9 Modifications importantes du portefeuille et du pipeline après le 31 août 2020

Entre le 31 août 2020 et la date de publication du Prospectus, les modifications importantes du portefeuille et du pipeline sont :

- Projet « Chaussée de Wavre » (catégorie D) à Grez-Doiceau, avec 16 logements, un coût total d'investissement estimé à 3,6 millions EUR et un loyer brut annuel de 160 milliers EUR a été abandonné. L'abandon de ce projet, qui représentait 1,6% (sur base du coût total de développement estimé) de la valeur totale des catégories A+B+C+D n'aura pas d'impact significatif sur les diverses informations données (en terme de répartition et d'ensemble d'actifs/seuil de 20%) ;
- Projet « Auflette » (catégorie B) à Cuesmes (Mons) : la phase 1, composée de 19 logements, a été réceptionnée le 14 octobre 2020 et les premiers locataires ont emménagé le 15 octobre 2020. Cette phase 1 passe ainsi de la catégorie B à la catégorie A ;
- Projet « Pavillon 1-5 » (catégorie C) à Schaerbeek : l'acte notarié constatant la réalisation de la condition suspensive a été signé le 9 novembre 2020. Cet immeuble passe ainsi de la catégorie C à la catégorie A.

6.4 Nature des baux

Inclusio a signé des baux de 6 différents types :

- bail de résidence principale
- mandat de gestion
- bail commercial
- bail de droit commun
- bail emphytéotique
- contrat de location de parking

Le type de bail dépend de l'historique du bien (reprise des baux en cours lorsque l'immeuble est en exploitation lors de son acquisition par Inclusio), de l'affectation (logement, bureau, commerce) et des pratiques courantes des locataires (certaines AIS bruxelloises ne travaillent qu'avec des mandats de gestion, alors que d'autres AIS bruxelloises ne travaillent qu'avec des contrats de location ; les AIS flamandes ne travaillent qu'avec des contrats de location ; les AIS wallonnes ne travaillent qu'avec des mandats de gestion).

6.4.1 Contrats de location et mandats de gestion

Une grande majorité des immeubles sont donnés en location « en bloc » à un opérateur social, comme une Agence Immobilière Sociale ("AIS"), au moyen de baux de très longue durée. Le chiffre d'affaires en fonction de la nature des baux est donné à la Section 6.1.6e ci-dessus.

La législation sur les baux de résidence principale a été régionalisée, chaque Région disposant à présent de ses propres règles. Le type de contrat signé avec une AIS dépend de la législation régionale :

Région	Type de contrat AIS dans le portefeuille en exploitation
Bruxelles	Contrat de location ou mandat de gestion
Flandre	Contrat de location (« <i>Hoofdhurovereenkomst</i> »)
Wallonie	Mandat de gestion

Pour les logements loués aux AIS, il n’y a pas de différence dans la gestion quotidienne effectuée par les AIS, selon qu’on soit en présence d’un contrat de location ou d’un mandat de gestion. Les différences entre ces deux types de contrats sont faibles et peuvent se résumer comme suit :

Contrat entre Inclusio et AIS	Contrat de location	Mandat de gestion
Contrat du locataire-occupant	Contrat de sous-location avec AIS	Contrat de location avec Inclusio, signé par l’AIS en tant que mandataire
Garantie sur les loyers (impayés et vide locatif)	Oui	Oui
Réduction ou exonération du précompte immobilier	Oui	Oui
Remise en état du logement en cas de dégâts locatifs causés par le locataire-occupant	Oui	Oui
Durée du contrat	Soumise à la législation sur les baux de résidence principale Typiquement 9 à 18 ans	Durée ferme Typiquement 9 à 27 ans
Situation en fin de contrat entre Inclusio et AIS	Le contrat de location avec le locataire-occupant se termine	Le contrat de location avec le locataire-occupant se poursuit

Le contrat de location donne donc une relation indirecte avec l’occupant, tandis que le mandat de gestion donne une relation directe avec l’occupant même si le paiement des loyers par l’occupant se fait auprès de l’AIS.

A relever qu’à la fin d’un mandat de gestion, les contrats de bail signés avec les occupants continueront à sortir leurs effets et que les occupants pourront dès lors rester en payant leur loyer directement à la Société.

En Région de Bruxelles-Capitale, les loyers payés par les occupants sont inférieurs à ce que la Société perçoit comme rémunération de l’AIS au titre du mandat de gestion. Cette différence dépend de la situation personnelle de chaque locataire, et on peut l’estimer entre 5 et 10% de la rémunération. Si un mandat de gestion devait prendre fin, les revenus locatifs de la Société diminueraient donc de 5 à 10%. Cette diminution serait cependant compensée par les frais de gestion que les AIS prélèvent sur les loyers dus aux propriétaires (généralement 5%). Par ailleurs, comme il y a 24 AIS actives sur le territoire de la Région de Bruxelles-Capitale, la fin d’un mandat de gestion avec une AIS pourrait donner lieu à la signature d’un nouveau mandat de gestion avec une autre AIS. Ceci n’est pas le cas en Région flamande et en Région wallonne, où les AIS sont actives sur des territoires qui ne se chevauchent pas.

En Région wallonne les AIS appliquent une marge d'intermédiation (typiquement de 15%), ce qui aurait pour effet, si le mandat de gestion de l'AIS venait à prendre fin, que la Société percevrait directement les loyers – plus élevés – à payer par les locataires individuels.

Par ailleurs, lorsque Inclusio est liée à une AIS par un bail, il est possible qu'une AIS mette fin anticipativement à un ou plusieurs bail (baux) conclu(s) avec la Société, sur base de la législation régionale applicable aux baux de résidence principale et qui permet actuellement de résilier ces baux à tout moment moyennant un préavis de 3 mois et une indemnité dégressive de 3, 2 ou 1 mois au cours des trois premières années du bail concerné. Même si à l'heure actuelle une telle éventualité paraît fort improbable – puisque, dans un tel cas, l'AIS serait obligée de reloger les occupants individuels, ses sous-locataires, avant la date de la fin anticipée du bail avec la Société – elle ne peut pas être totalement exclue. Si Inclusio est liée à une AIS par un mandat de gestion, le contrat est fixe et non résiliable jusqu'à son échéance finale.

En ce qui concerne les frais d'entretien et de réparation des immeubles donnés en location ou en gestion à une AIS, Inclusio prend à sa charge les frais de propriétaire, comme dans toute location de résidence principale, ainsi que les frais d'entretien locatif et les petites réparations. L'AIS prend à sa charge la remise en état en fin de bail, sauf l'usure locative normale du bien.

En ce qui concerne la location des emplacements de parking, la politique d'Inclusio est de donner la priorité aux locataires des logements. Si des emplacements de parking restent disponibles, ces emplacements sont alors donnés en location à des riverains, soit en direct par Inclusio, soit via une société spécialisée en gestion d'emplacements de parking, telle que BePark. Dans ce cas une convention de mise à disposition est signée. BePark gère les réservations, les systèmes d'accès et les paiements des locataires, et reverse mensuellement à Inclusio les montants récoltés dont est déduite une marge pour ses prestations.

6.4.2 Baux commerciaux

Les baux commerciaux sont régis par les dispositions de la loi du 30 avril 1951. La durée des baux signés par Inclusio est de 9 ou 27 ans. Le locataire a la possibilité de résilier le contrat sans indemnité à la fin de chaque triennat, moyennant un préavis de 6 mois. En cas de résiliation du bail aux torts du locataire, une indemnité de 6 mois est due à Inclusio.

La répartition du chiffre d'affaires par nature des baux est donnée à la Section 6.1.6e ci-dessus. On y observe que les baux commerciaux représentent moins de 4% du chiffres d'affaires d'Inclusio en 2020, et que ce pourcentage diminue progressivement à environ 2% en 2023, car les projets en développement (Catégories B, C et D) n'ont pas de surfaces commerciales.

Inclusio n'a, au 31 août 2020, que 8 baux commerciaux en cours sur l'ensemble de son portefeuille, pour des commerces qui se situent toujours au rez-de-chaussée d'immeubles appartenant à Inclusio :

Projet	Ville/commune	Surface donnée en location [m²]	Type de commerce	Durée initiale bail [ans]	Bail en cours depuis [ans]	Durée restante bail ²⁹ [ans]	Loyer annuel actuel [kEUR]
Chaussée de Gand 4	Molenbeek	90	Vente d'articles de sport	9	19,8	1,2	10
Vekemans	Neder-over-Heembeek	60	Snack	9	4,8	4,2	9
		130	Restaurant	9	21,8	5,2	15
		50	Night shop	9	0,8	8,2	10
Beughem	Schaerbeek	60	Tailleur	9	17,3	0,7	9
Domaine des Etangs	Anderlecht	140	Boulangier	9	0,0	9,0	20
EKLA	Molenbeek	610	Grande distribution	27	1,9	25,1	110
Tolhuis	Gand	130	Tatoueur	9	1,1	7,9	10
Total		1.270	193				

Le total des loyers pour des baux commerciaux représente 3,7 % du total des loyers du portefeuille en exploitation.

Un bail commercial a été signé avec un magasin d'alimentation générale pour une des 6 unités *retail* du Domaine de Etangs. D'autres baux commerciaux pourraient être signés, portant principalement sur les 4 rez commerciaux restants dans le projet « Domaine des Etangs » à Anderlecht, pour un total de 628 m².

Sur base de la juste valeur, les baux commerciaux représentent 2,8% des biens de catégorie A et B.

6.4.3 Baux de droit communs et baux emphytéotiques

Dans le secteur du handicap et de l'infrastructure sociale, les immeubles sont loués en bloc et le loyer est garanti par le locataire pour l'ensemble de l'immeuble. Les contrats sont des baux de droit commun ou des baux emphytéotiques. Le précompte immobilier est à charge du locataire (quand il n'est pas exonéré), ainsi que les frais de maintenance.

Les contrats de location des emplacements de parking sont également des baux de droit commun.

Les règles pour une résiliation anticipée et les indemnités dues sont les suivantes :

- bail de droit commun : ce type de bail est régi par les articles 1708 à 1762bis du code civil (législation fédérale). Chaque bail définit la durée (généralement déterminée et irrévocable) et les éventuelles indemnités à payer en cas de rupture anticipée du contrat.

²⁹ Durée restante calculée au 31 août 2020

- bail emphytéotique : ce type de bail est régi par la loi du 10 janvier 1824 sur le droit d'emphytéose (législation fédérale). Le bail emphytéotique doit être dressé par acte notarié. Sa durée est fixe et comprise entre 27 et 99 ans. Des clauses de renonciation anticipée sont cependant possibles pour autant que la durée minimale de 27 ans soit respectée.

6.5 Evaluation du portefeuille par l'expert immobilier

Entre le 31 décembre 2015 et le 31 décembre 2017, les immeubles étaient évalués par des experts indépendants deux fois par an. Depuis l'année 2018, le portefeuille a été évalué tous les trimestres par un ou des experts immobiliers indépendants. Actuellement il s'agit de la société IP Belgium SRL dont le siège est établi 1300 Wavre, avenue Zénobe Gramme 30, avec laquelle Inclusio a signé un contrat d'une durée de 3 ans couvrant les années civiles 2020 à 2022. Pour l'exercice de cette mission l'expert indépendant est représenté par Monsieur Benoît Forgeur.

L'évaluation est réalisée pour chaque bien séparément, conformément aux spécifications en vigueur pour l'évaluation et les notes informatives (actuellement sixième édition) éditées par le « Royal Institute of Chartered Surveyors », et contenues dans le « RICS Appraisal and Valuation Standards » tout en tenant compte des spécificités du marché belge, en particulier celles applicables aux SIR, dès le moment où Inclusio bénéficiera du statut de SIR.

La dernière évaluation de l'Expert est intervenue au 31 août 2020 ; les conclusions de cette évaluation figurent en Annexe 2.

L'Expert n'a pas d'intérêt important dans la Société et les conclusions de l'évaluation du portefeuille au 31 août 2020 ont été incluses dans le Prospectus avec le consentement de l'Expert aux fins du Prospectus.

La « **valeur vénale** » ou « **valeur de marché** » (*market value*) est définie dans le RICS Red Book 6^{ème} édition et les International Valuation Standards (IVS 1 §3.1) comme étant « *le prix le plus probable pouvant être atteint lors d'une vente de gré à gré dans un marché immobilier ouvert* ». Elle correspond à l'estimation du prix auquel le bien s'échangerait si:

- le propriétaire et l'acquéreur ont la libre volonté de respectivement vendre et acheter ;
- on dispose d'une durée raisonnable de mise en vente, eu égard à la nature du bien et à l'état du marché ;
- le bien est librement présenté sur le marché, avec une publicité non équivoque, suffisamment large et claire ;
- les prix sont stables durant la période envisagée ; et
- il est fait abstraction des offres exceptionnelles émanant d'acheteurs n'agissant pas de façon rationnelle.

Notons encore que la valeur vénale est une valeur hors frais d'acquisition qui exclut les droits d'enregistrement, TVA éventuelle et honoraires de notaire.

La valeur vénale est utilisée comme référence de marché à titre de point de comparaison. L'expert immobilier effectue par ce biais un contrôle en termes de prix par m² (les offres sur le marché sont généralement reprises hors frais d'acquisition).

La « **valeur d'investissement** » (*investment value*), également appelée « **valeur acte en mains** », est égale à la valeur vénale augmentée des frais d'acquisition (droits d'enregistrement, TVA éventuelle, honoraires de notaire).

La valeur d'investissement d'un immeuble est calculée en faisant la moyenne arithmétique de la valeur d'investissement déterminée par trois méthodes différentes, à savoir :

- **la méthode d'actualisation des revenus locatifs** : la valeur d'investissement est la résultante du taux de capitalisation (ou rendement) appliqué à la valeur locative estimée (« **VLE** »), plus ou moins la valeur nette actualisée (« **NPV** ») de la différence entre les loyers en cours (en tenant compte des loyers actuels qui sont plus faibles que les loyers du marché, cf. la vocation sociale de la société) et la valeur locative estimée jusqu'à la prochaine échéance des baux. Pour les immeubles partiellement ou entièrement inoccupés, l'évaluation se fait en fonction de la VLE, après déduction de la valeur actualisée du chômage locatif éventuel et des frais de relocation pour les locaux inoccupés. Pour les immeubles à rénover, en cours de rénovation ou en projet, la valeur est établie en partant de la valeur après rénovation ou en fin de chantier, diminuée du montant des travaux à réaliser, des honoraires, des intérêts intercalaires, d'une estimation du chômage locatif probable et d'une prise de risque. Le taux de capitalisation pris en compte est basé sur l'expérience de l'évaluateur et sur sa connaissance du marché. Les facteurs du marché qui déterminent le rendement peuvent être nombreux et différents selon le type d'acheteurs, mais typiquement les critères suivants sont pris en considération : la qualité du locataire, la durée du bail, la localisation du bien, l'état structurel du bâtiment, sa qualité architecturale, son âge, son état d'entretien, son efficience (rapport entre surfaces brutes et nettes, ratio de parking). Au final, c'est le jeu de l'offre et la demande dans le marché de l'investissement qui est déterminant.
- **La valorisation unitaire** : la valeur d'investissement est établie sur la base des prix unitaires par m² de logement, de bureaux, de locaux commerciaux, d'archives, etc. ainsi que du nombre d'emplacements de parking. Elle est estimée en fonction de points de comparaisons et en tenant compte de la qualité de la situation, du standing de la construction et de l'âge de l'immeuble. Cette méthode de contrôle permet de vérifier si le résultat de la 1^{ère} méthode correspond aux transactions réalisées dans le marché.
- **L'actualisation des flux de trésorerie (Discounted Cash Flow (« DCF »))** : la valeur d'investissement est établie en actualisant tous les flux futurs sur une durée de 15 ans (actualisation des loyers et de la valeur résiduelle après déduction des frais, taxes et coûts d'entretien et CAPEX). Le taux d'actualisation des cash flows pris en compte est basé sur l'expérience de l'évaluateur et sur sa connaissance du marché. A la différence du taux de capitalisation, le taux d'actualisation s'applique sur des revenus indexés. Il tient également compte d'une prime d'incertitude -ou prime de risque supplémentaire- liée aux incertitudes des hypothèses posées dans le DCF. Les facteurs du marché qui déterminent ce rendement peuvent être nombreux et différents selon le type d'acheteurs, mais typiquement les critères suivants sont pris en considération: la qualité du locataire et la durée du bail, la localisation du bien, l'état structurel du bâtiment, sa qualité architecturale, son âge, son état d'entretien, son efficience (rapport entre surfaces brutes et nettes, ratio de parking).

La « **juste valeur** » (*fair value*) est le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif dans une transaction normale entre des participants de marché à la date d'évaluation³⁰. C'est une valeur de marché déterminée par l'expert selon la législation SIR. Elle est calculée en appliquant les règles utilisées par les SIR belges. Ces règles sont basées sur des données statistiques portant sur un large échantillon de transactions immobilières conclues

³⁰ Cf. article 3.1 de la norme IFRS 13 *Evaluation de la juste valeur*

sur le marché belge (cf. communiqué de presse publié par BeAMA le 8 février 2006 et confirmé dans le communiqué de presse de la BE-REIT Association (l'association professionnelle des SIRs belges) du 10 novembre 2016³¹) :

- pour les biens dont la valeur d'investissement (VI) est supérieure à 2.500.000 EUR : la juste valeur (JV) est égale à la valeur d'investissement diminuée de 2,5% : $JV = VI / 1,025$
- pour les biens dont la valeur d'investissement (VI) est inférieure à 2.500.000 EUR : la juste valeur (JV) est égale à la valeur d'investissement diminuée des droits d'enregistrement (actuellement 12,5 % en Région de Bruxelles-Capitale, 10 % en Région flamande et 12,5 % en Région wallonne) :
 - En Région de Bruxelles-Capitale et en Région wallonne : $JV = VI / 1,125$
 - En Région flamande : $JV = VI / 1,100$

La « **valeur de reconstruction** » est une valeur de remplacement à l'identique d'un bâtiment sur base de la moyenne des prix pratiqués par les entrepreneurs sur le marché de la construction pour le même type d'immeuble. Ces prix sont établis dans l'optique d'une construction neuve et ne tiennent pas compte, ni des coûts de démolition, ni de l'évacuation des déblais, ni de l'aménagement des abords, ni enfin des coûts d'interventions ponctuelles non planifiées. La valeur de reconstruction est communiquée à l'assurance habitation.

Les évaluations réalisées par IP Belgium considèrent les hypothèses suivantes³² :

- les informations transmises par Inclusio sont considérées comme exactes ;
- le bien est évalué en considérant son affectation actuelle comme conforme aux prescriptions urbanistiques ;
- l'évaluation ne comporte pas d'expertise technique et/ou de structure. Le bâtiment est donc considéré, sauf précisions stipulées explicitement dans le rapport, comme étant exempt de vices cachés ;
- les équipements sont considérés en bon état de fonctionnement compte tenu de leur âge et de leur état d'entretien ;
- les bâtiments sont exempts de matériaux nocifs, dangereux ou interdits (amiante, pollution des sols, mэрule) ;
- la valeur des machines, outillages ou autres, considérées comme étant spécifiques à l'exploitation de l'occupant, n'est pas considérée.

La Législation SIR assigne une série de missions à l'expert immobilier, dont les principales sont les suivantes :

- L'évaluation de la juste valeur des immeubles (ainsi que certains autres actifs) détenus par la Société et ses sociétés de périmètres, ce à la clôture de chaque exercice ; ces évaluations lient la Société pour l'établissement de ses comptes statutaires et de ses comptes consolidés. En outre, à la fin de chacun des trois premiers trimestres de l'exercice, l'expert actualise la détermination de cette juste valeur, en fonction de l'évolution du marché et des caractéristiques spécifiques des actifs concernés (Article 47 de la Loi SIR).
- L'évaluation de la juste valeur doit également être effectuée par l'expert-immobilier à l'occasion de certaines opérations sur titres, telles qu'une émission d'actions, une fusion ou une scission ou encore un rachat d'actions. Une exonération est prévue si l'opération intervient dans les quatre mois qui suivent la dernière évaluation ou actualisation de l'évaluation et pour autant que l'expert confirme que la situation économique générale et l'état des actifs n'exige pas une nouvelle évaluation (Article 48 de la Loi SIR).

³¹ <https://be-reit.be/wp-content/uploads/2017/12/2.-BE-REIT-Association-Fair-value-calculation-10.11.2016-final.pdf>

³² La Société fait, dès que cela est nécessaire, appel à des experts externes dans le cadre de la due diligence technique des immeubles qu'elle envisage d'acquérir, singulièrement pour identifier la présence éventuelle de matériaux nocifs, dangereux ou interdits, comme l'amiante.

- Les biens immobiliers (et certains autres actifs) que la Société ou ses sociétés de périmètres compte céder ou acquérir doivent être évalués au préalable par l'expert (sauf pour les opérations de moindre valeur). Cette valeur d'expert constituera, selon le cas, un prix minimum (en cas de cession) ou un prix maximum (en cas d'acquisition) auquel l'opération peut être effectuée, si la contrepartie de la Société présente certains liens avec cette dernière (tels que les promoteurs de la Société, un membre du conseil d'administration ou un actionnaire d'une société de périmètre) (Article 49 de la Loi SIR).
- Les experts ne peuvent se porter contrepartie d'opérations conclues avec la Société ou une de ses sociétés du périmètre, ni obtenir un quelconque avantage patrimonial à l'occasion d'une opération sur un actif de la Société ou d'une de ses sociétés du périmètre. Au cas où plusieurs experts ont été nommés, chacun chargés de l'évaluation d'une partie distincte du patrimoine de la Société, la règle contenue dans la phrase précédente ne leur est personnellement applicable que pour la partie du patrimoine dont l'évaluation leur a respectivement été confiée, ainsi que pour celle dont ils ont assuré l'évaluation à un moment quelconque au cours des trois années qui ont précédé (Article 36 de la Loi SIR).

Un expert ne peut être chargé de l'évaluation d'un actif donné de la Société que pendant une période maximale de trois ans. A l'issue de cette période, cet expert ne peut procéder à l'évaluation de ce même actif qu'après l'écoulement d'une période de trois ans depuis la fin du terme précédent (conformément à l'Article 24, §2 de la Loi SIR).

6.6 Financement et instruments de couverture

Au 31 août 2020, Inclusio dispose de six lignes de crédit auprès de quatre banques dont le détail est repris ci-dessous :

<u>Banque</u>	<u>Type</u>	<u>Montant contracté</u>	<u>Montant prélevé au</u>	<u>Echéance</u>
			<u>31/08/2020</u>	
BNP Paribas Fortis	Revolving	15.000.000 EUR	12.000.000 EUR	30/09/2023
Triodos	Revolving	15.000.000 EUR	15.000.000 EUR	01/02/2024
Belfius Banque	Revolving	12.500.000 EUR	12.500.000 EUR	31/12/2023
Belfius Banque	Revolving	12.500.000 EUR	1.500.000 EUR	31/12/2024
Caisse d'Epargne HdF	Term Loan	12.500.000 EUR	10.000.000 EUR	29/12/2025
Caisse d'Epargne HdF	Term Loan	12.500.000 EUR		28/12/2026
Total		80.000.000 EUR	51.000.000 EUR	

Toutes les lignes de crédit Revolving disposent d'un « floor » à 0%. Donc, en cas de taux négatif au moment d'un prélèvement ou renouvellement d'un prêt, la Société ne recevra pas de la banque le bénéfice de ce taux négatif.

Les quatre premières lignes de crédit sont à taux variable. Par contre, les deux lignes avec Caisse d'Epargne Haut de France sont à taux fixe.

Courant 2020, Inclusio a conclu cinq instruments de couverture avec une banque dont le détail est le suivant :

<u>Banque</u>	<u>Type</u>	<u>Montant contracté</u>	<u>Début</u>	<u>Fin</u>
BNP Paribas Fortis	IRS floored	7.500.000 EUR	21/05/2020	21/08/2026
BNP Paribas Fortis	IRS floored	7.500.000 EUR	21/05/2020	21/08/2027
BNP Paribas Fortis	IRS floored	10.000.000 EUR	21/05/2020	21/08/2028
Belfius Banque	IRS floored	7.500.000 EUR	28/07/2020	29/01/2029
Belfius Banque	IRS floored	7.500.000 EUR	28/07/2020	30/07/2029
Total		40.000.000 EUR		

Les IRS (Interest Rate Swap) échangeant un taux flottant contre un taux fixe disposent tous d'un Floor fixé à 0%. Donc en cas de taux flottant négatif au moment des échéances de calcul des IRS, la Société ne devra pas payer aux banques ce taux négatif.

Le coût moyen de la dette au 30 juin 2020 est de 1,52 %. Ce coût moyen tient compte du coût des IRS.

La politique de couverture des taux d'intérêt mise en place par la Société vise à couvrir la volatilité des taux flottants payables dans le cadre des lignes de crédit Revolving en les remplaçant par des taux fixes négociés dans les IRS. Par ailleurs afin d'éviter toute inadéquation entre les crédits floorés à 0% et les couvertures, les couvertures de type IRS ont également été floorées à 0%.

Compte tenu des taux des marchés actuellement rencontrés, les couvertures sont négociées sur des durées plus importantes que les crédits. En effet, la pentification des courbes des taux est excessivement faible actuellement et permet à la Société de souscrire à des couvertures sur des maturités allant jusqu'à 9-10 ans sans que la Société subisse un surcoût trop important. A l'inverse, les crédits bancaires sont généralement conclus pour des durées de 5 à 7ans. En effet, la nature des crédits octroyés sans garantie sur les actifs sous-jacents ne permet pas aux banquiers d'offrir des maturités plus longues sans un surcoût excessivement important pour la Société.

Relevons enfin que les couvertures sont valorisées tous les mois en juste valeur. Cette juste valeur est reprise dans les comptes IFRS de la Société tout comme les immeubles de placement. Ces variations de juste valeur sont purement latentes et n'affectent en rien le résultat distribuable.

6.7 Tendances

Les gouvernements régionaux mis en place en 2019 ont tous pour objectif l'accroissement du parc immobilier géré par les AIS. Par ailleurs, la pandémie de Covid-19 aura malheureusement probablement comme conséquences à moyen terme un appauvrissement de la population belge et une limitation des finances publiques en général, et donc aussi un impact potentiel négatif en matière de création de nouveaux logements sociaux publics.

Ces tendances pourraient paradoxalement avoir un impact positif sur l'activité d'Inclusio qui est précisément active dans le secteur des logements à loyer abordable.

Inclusio n'a pas connaissance d'autres tendances, incertitudes, contraintes, engagements ou événements qui seraient raisonnablement susceptibles d'influer sensiblement sur les perspectives d'Inclusio pour l'exercice en cours.

6.8 Changements significatifs de la situation financière

La Société a poursuivi son expansion au cours de l'exercice ayant débuté le 1^{er} janvier 2020. L'évolution du portefeuille en 2020 peut être résumée comme suit :

A Bruxelles :

- Pavillon 7-9 (Catégorie B) : poursuite du chantier avec une réception provisoire planifiée mi 2021 ;
- Domaine des Etangs (Catégorie A) : réceptionné le 22 juin 2020 et mis en exploitation le 1^{er} juillet 2020 ;
- Ekla (Catégorie A) : acquisition du solde des parts de la société Inclusio Vandenheuvel et fusion par absorption de celle-ci au 30 juillet 2020 ;
- Antares (Catégorie B) : obtention du permis d'urbanisme le 16 avril 2020 et début des travaux en août 2020. Réception provisoire et mise en exploitation de l'immeuble envisagée fin 2021 ;
- Middelweg (Catégorie B) : démarrage du chantier de construction dans la SA Middelweg Albert détenue à 26 % par Inclusio ;
- Volral (Catégorie A) : immeuble détenu dans la filiale DV City, filiale fusionnée par absorption au 30 juillet 2020 ;
- Ecole Active (Catégorie A) : acquisition le 17 janvier 2020 de 100 % des actions de la SPRL, filiale fusionnée par absorption le 30 juillet 2020 ;
- Pavillon 1-5 (Catégorie C) : acquisition sous conditions suspensives le 31 août 2020 de l'immeuble de bureaux à reconvertir en logements ;
- Dieleghem (Catégorie A) : immeuble acquis le 18 mars 2020 ;
- Anderlecht 168 (Catégorie A), acquisition le 24 août 2020 de 100 % des actions de la SRL Catalco, propriétaire de l'immeuble rue d'Anderlecht 168-174 à 1000 Bruxelles.

En Flandre :

- Broedershof (Catégorie B) : acquisition du terrain et du début du chantier ; la mise en exploitation est attendue fin 2021 ;
- Corstienslei (Catégorie A) : immeuble mis en exploitation au 03 juin 2020 ;
- Villa Vip Bredene (Catégorie A) : acquisition de l'immeuble en exploitation au 31 août 2020 ;
- Villa Vip Wondelgem (Catégorie A) : acquisition de l'immeuble en exploitation au 31 août 2020 ;
- Dendermondsesteenweg (Catégorie B) : poursuite des travaux avec une réception provisoire de l'immeuble planifiée au 4^{ème} trimestre 2020 ;
- Thomashuis Meldert (Catégorie C) : poursuite du chantier ;
- Thomashuis Keerbergen (Catégorie B) : obtention du permis d'urbanisme (« omgevingsvergunning ») ;
- Thomashuis Westmalle (Catégorie B) : acquisition le 30 juillet 2020 d'un immeuble à reconvertir pour l'hébergement de personnes en situation de handicap ;
- Nationale (Catégorie C) : signature de l'acte d'acquisition sous conditions suspensives.

En Wallonie :

- Stembert (Catégorie C) : signature d'une convention de cession (sous conditions suspensives) des actions de la société Immo Cogniaux détenant un immeuble en exploitation ;
- Auflette (Catégorie B) : poursuite du chantier de rénovation et 1^{ère} phase réceptionnée et louée au 15 octobre 2020 ;
- Roosevelt (Catégorie C) : fin du chantier de construction et demande des autorisations d'exploitation à l'AVIQ ;
- Elmer (Catégorie C) : demande du permis d'urbanisme.

L'impact de ces acquisitions, combinées avec celles bouclées au cours de l'exercice 2019 et qui auront en 2020 un effet en année pleine, induit une évolution favorable significative de la situation comptable de la Société et des résultats qui peuvent être attendus pour l'exercice 2020 (voir Section 7.3).

Le financement des acquisitions immobilières ou travaux immobiliers a été exclusivement réalisé par le prélèvement sur les lignes de crédits bancaires existantes fin 2019. Aucune nouvelle ligne de crédit n'a été conclue en 2020. Par ailleurs, la Société a mis en place une politique de couverture des taux d'intérêts et a souscrit divers instruments financiers de couverture (voir Section 6.6).

6.9 Contrats importants

Inclusio a conclu, en juin 2020, une convention d'acquisition de la totalité des actions de ReKoDe, avec les actionnaires actuels de cette dernière (voir Section 5.3). Cette convention ne sortira ses effets qu'après la clôture de l'Offre. Inclusio compte par ailleurs conclure une convention de souscription avec les Underwriters dans le cadre de l'Offre, plus amplement décrite à la Section 12.1. Les autres conventions importantes conclues par Inclusio l'ont été dans le cours normal de ses activités.

6.10 Procédures judiciaires

Une seule procédure judiciaire est en cours, impliquant la filiale Inclusio Vandenheuvel SA (entretiens fusionnée par absorption le 30 juillet 2020), dans le cadre du projet Ekla.

En novembre 2017, pendant les travaux de construction, l'entrepreneur général a émis des doutes sur la stabilité des prédalles en béton fournies par son sous-traitant. L'entrepreneur général a dès lors suspendu les travaux et a démarré une procédure judiciaire impliquant les maîtres d'ouvrage (Re-Vive Vandenheuvel SC, et Inclusio Vandenheuvel SA qui s'est impliquée sur base volontaire), l'architecte, le fournisseur des prédalles en béton, le bureau d'études stabilité, le fournisseur d'éléments en plastique insérés dans les prédalles en béton, le bureau d'études stabilité contracté par le fournisseur des prédalles en béton et les compagnies d'assurance Tous Risques Chantier.

Le tribunal de l'entreprise de Gand a désigné un expert le 27 décembre 2017. Cet expert a depuis réalisé de nombreux devoirs, qui ont abouti à étudier plus en détail non seulement les prédalles en béton, mais également les colonnes, les fondations, et la qualité du béton. Les travaux de l'expert sont toujours en cours, et ont été retardés par la pandémie de Covid-19. L'expert a planifié de finaliser son rapport préliminaire pour fin 2020.

Entre-temps l'entrepreneur général a réalisé à ses frais des travaux de renforcement de la structure des immeubles, les travaux sont terminés, les procès-verbaux de réceptions provisoires des immeubles ont été signés en 2018 et 2019, et les immeubles sont habités depuis janvier 2019.

Les discussions relatives aux dédommagements financiers réclamés par les différentes parties impliquées sont en cours. Ces demandes de dédommagements comportent des coûts directs (bureaux d'études, personnel sur chantier, matériaux de construction, matériel de chantier, frais d'avocats, etc.), des coûts indirects (extension du délai d'exécution, frais généraux, financement des activités, etc.), et des coûts divers (perte de chiffre d'affaires, réputation, etc.). L'expert judiciaire a désigné un réviseur d'entreprise afin de l'aider à analyser les montants réclamés.

Inclusio estime, sur la base de son analyse interne du dossier, que l'issue du litige ne devrait pas retenir de responsabilité dans le chef des maîtres d'ouvrage. L'entrepreneur réclame par ailleurs des surcoûts pour des retards de chantier qu'il estime être en partie dus aux maîtres d'ouvrage et à l'architecte.

Dans le cadre de l'acquisition des 74 % des actions d'Inclusio Vandenheuvel SA qu'elle ne détenait pas encore, Inclusio a obtenu des garanties du vendeur afin de couvrir la Société dans le cas où les maîtres de l'ouvrage devraient supporter une intervention financière à l'issue de ce litige. Ces garanties ont été confortées par le nantissement sur un compte « escrow » du prix de vente des actions s'élevant à 1,1 millions d'EUR. Inclusio est d'avis que ce montant couvre le risque de la Société.

A ce stade il n'est pas possible d'estimer quand cette procédure sera terminée, que ce soit par accord transactionnel entre toutes les parties, ou par une décision judiciaire coulée en force de chose jugée.

7 INFORMATIONS FINANCIÈRES

7.1 Informations financières historiques

7.1.1 Extrait des comptes consolidés des exercices 2017, 2018 et 2019

Les comptes présentés ci-dessous sont un extrait des comptes établis sur base consolidée, sous les normes IFRS et conformément au schéma prévu à l'Arrêté Royal SIR.

Dans les comptes consolidés au 31 décembre 2019 une variation de juste valeur non réalisée sur un immeuble de placement a été reconnue en capitaux propres, sans être préalablement reconnue dans l'état consolidé du résultat global dans la ligne « Variations de la juste valeur des immeubles de placement ». Cette imputation a pour effet de surestimer le résultat net et le résultat global pour un montant de 118.940,92 EUR. Le Résultat net et le Résultat global sont dès lors de 403.842 EUR au lieu de 522.783 EUR. Ce montant de 118.940,92 EUR équivaut à 0,027 EUR par action tenant compte du nombre total d'actions³³ en circulation à la date du présent Prospectus, soit 4.329.615, tandis qu'il représente 0,03 EUR par action tenant compte du nombre moyen d'actions de 3.937.411 pris en compte dans le compte de résultat 2019. Dans l'état consolidé des variations de capitaux propres, pour l'exercice 2019 ce montant de - 118.940,92 EUR ne devrait pas apparaître dans la colonne « Réserve du solde des variations de juste valeur des biens immobiliers », qui est sous-estimée pour le même montant de 118.940,92 EUR au 31 décembre 2019. Cette correction n'a pas d'impact sur les autres éléments des états financiers.

³³ Par acte notarié du 29 octobre 2020, la représentation du capital a été modifiée. Une ancienne action équivaut après l'acte du 29 octobre 2020 à 5 nouvelles actions.

Bilan consolidé

En EUR		31-12-2019	31-12-2018	31-12-2017
I	Actifs non courants	100.907.260	45.615.878	23.458.693
I B	Immobilisations incorporelles	85.324	2.535	5.758
I C	Immeubles de placement	97.545.360	43.014.956	19.567.887
I D	Autres immobilisations corporelles	12.573	14.467	7.422
I E	Actifs financiers non courants	2.719.045	2.567.930	3.877.626
I I	Participations dans des entreprises associées et co-entreprises	544.957	15.990	-
II	Actifs courants	4.670.416	11.922.461	33.218.360
II B	Actifs financiers courants	31.434	-	-
II D	Créances commerciales	256.801	6.181	5.755
II E	Créances fiscales et autres actifs courants	879.909	224.496	203.479
II F	Trésorerie et équivalents de trésorerie	2.770.584	11.335.647	32.742.078
II G	Comptes de régularisation	731.689	356.138	267.048
TOTAL ACTIF		105.577.675	57.538.340	56.677.053
CAPITAUX PROPRES		89.392.790	56.077.548	55.770.250
A	Capital	84.639.790	53.297.206	53.297.206
B	Primes d'émission	4.380.623	2.811.808	2.811.808
C	Réserves	-150.407	-338.764	-7.133
D	Résultat net de l'exercice	522.783	307.298	-331.631
PASSIF		16.184.885	1.460.792	906.803
I	Passifs non courants	14.740.204	77.237	-
I B	Dettes financières non courantes	14.000.000	-	-
I B a	Etablissements de crédit	14.000.000	-	-
I F	Passifs d'impôts différés	740.204	77.237	-
I F a	Exit tax	638.453	77.237	-
I F b	Autres	101.751	-	-
II	Passifs courants	1.444.681	1.383.556	906.803
II B	Dettes financières courantes	7.579	-	-
II C	Autres passifs financiers courants	3.794	-	-
II D	Dettes commerciales et autres dettes courantes	1.241.709	1.298.284	860.440
II D a	Exit tax	173.772	-	-
II D b	Autres	1.067.937	1.298.284	860.440
II E	Autres passifs courants	600	11.162	6.162
II F	Comptes de régularisation	190.999	74.110	40.201
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIF		105.577.675	57.538.340	56.677.053

Compte de résultats consolidé

En EUR		31-12-2019	31-12-2018	31-12-2017
I	Revenus locatifs	1.573.316	1.238.180	765.607
RESULTAT LOCATIF NET		1.573.316	1.238.180	765.607
V	Récupération de charges locatives et de taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	71.946	-	-
VII	Charges locatives et taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	-92.642	-9.866	-26.059
RESULTAT IMMOBILIER		1.552.619	1.228.314	739.548
IX	Frais techniques	-79.199	-52.094	-35.263
X	Frais commerciaux	-2.698	-	-
XI	Charges et taxes sur immeubles non loués	-1.941	-	-
XII	Frais de gestion immobilière	-44.203	-13.013	-
XIII	Autres charges immobilières	-218	-	-
CHARGES IMMOBILIERES		-128.259	-65.107	-35.263
RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES		1.424.361	1.163.207	704.284
XIV	Frais généraux de la société	-1.360.848	-1.118.436	-889.539
XV	Autres revenus et charges d'exploitation	9.525	-	-
RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE		73.037	44.771	-185.254
XVIII	Variations de la juste valeur des immeubles de placement	438.844	113.634	-283.475
RESULTAT D'EXPLOITATION		511.882	158.405	-468.729
XX	Revenus financiers	163.710	172.954	149.446
XXI	Charges d'intérêts nettes	-100.661	-9.027	-12.033
XXII	Autres charges financières	-148.673	-1.593	-
RESULTAT FINANCIER		-85.624	162.334	137.412
XXIV	Quote-part dans le résultat des entreprises associées et co-entreprises	-	3.283	-27.404
RESULTAT AVANT IMPOTS		426.258	324.022	-358.721
XXV	Impôts des sociétés	-6.355	-6.424	-790
XXVI	Exit tax	102.880	-10.300	27.880
IMPOTS		96.526	-16.724	27.090
RESULTAT NET		522.783	307.298	-331.631

Evolution des fonds propres

	Capital		Primes d'émission	Réserves		Résultat net de l'exercice	TOTAL des capitaux propres
	Capital souscrit	Frais d'augmentation de capital		Réserve du solde des variations de juste valeur des biens immobiliers	Résultat reporté des exercices antérieurs		
En EUR							
Solde au 31/12/2017	55.216.000	-1.918.794	2.811.808	374.055	-381.188	-331.631	55.770.250
Affectation du résultat 2017				-283.473	-48.156	331.631	
Résultat de l'exercice 2018						307.298	307.298
Solde au 31/12/2018	55.216.000	-1.918.794	2.811.808	90.582	-429.344	307.298	56.077.548
Augmentation de capital	31.376.300	-16.124	1.568.815				32.928.992
Fusions de filiales		-17.592					-17.592
Acquisition de filiales				-118.941			-118.941
Affectation du résultat 2018				113.634	193.664	-307.298	
Résultat de l'exercice 2019						522.783	522.783
Solde au 31/12/2019	86.592.300	-1.952.510	4.380.623	85.275	-235.680	522.783	89.392.790

En EUR	31-12-2019	31-12-2018	31-12-2017
TRESORERIE ET EQUIVALENTS DE TRESORERIE AU DEBUT DE LA PERIODE	11.335.647	32.742.078	9.527.448
1. Activités opérationnelles	-344.924	678.375	-61.226
Résultat de l'exercice avant intérêts et impôts	511.882	158.405	-496.133
Résultat de l'exercice	522.783	307.298	-331.631
Revenus financiers	-163.710	-172.954	-149.446
Charges d'intérêts nettes	100.661	9.027	12.033
Autres charges financières	148.673	1.593	
Quote-part du résultat des entreprises associées et co-entreprises		-3.283	
Impôts	-96.526	16.724	-27.090
Ajustements pour des transactions sans effets de trésorerie	-419.877	123.466	295.929
Amortissements et réductions de valeur sur immobilisations	18.968	9.832	12.454
Variation de la juste valeur des immeubles de placement	-438.844	113.634	283.475
Variation du besoin en fonds de roulement	-583.543	170.932	1.565
Mouvement des éléments d'actif			
-Actifs financiers courants	-31.434		
-Créances commerciales	-250.620	-426	
-Autres actifs à court terme	194.288	-216.305	8.594
-Comptes de régularisations	-375.551	-89.090	-66.415
Mouvement des éléments du passif			
-Autres passifs financiers courants	3.794		
-Dettes commerciales et Autres Dettes courantes	-230.347	437.844	60.175
-Autres passifs courants	-10.562	5.000	
-Comptes de régularisation	116.889	33.909	-789
Autres éléments des activités opérationnelles	146.613	225.571	137.413
Impôts (payés)/reçus	83.564	61.644	0
Intérêts payés	-100.661	-9.027	-12.033
Intérêts reçus	163.710	172.954	149.446
2. Activités d'investissement	-54.990.446	-22.280.652	-4.401.755
Immeubles de placement – investissements activés	-326.617	-97.263	-272.167
Immeubles de placement – nouvelles acquisitions	-1.750.000	-15.915.695	-2.581.736
Projets de développement	-20.145.430	-7.561.399	
Autres immobilisations incorporelles	-95.074		
Autres immobilisations corporelles	-4.788		
Actifs financiers non courants – Prêts accordés	-683.235		
Actifs financiers non courants – Remboursements de prêts		1.293.706	-1.547.852
Autres actifs financiers non courants	3.152		
Acquisitions de filiales à travers d'un asset deal	-31.988.453		
3. Activités de financement	46.770.306	195.846	27.677.612
Augmentation (+) / Réduction (-) des dettes financières	14.000.000		
Augmentation (+) / Réduction (-) d'autres passifs financiers	-141.094	195.846	
Augmentation de capital	32.911.400		27.677.612
Flux total de trésorerie de la période	-8.565.064	-21.406.431	23.214.631
TRESORERIE ET EQUIVALENTS DE TRESORERIE A LA FIN DE LA PERIODE	2.770.584	11.335.647	32.742.078

Les rapports financiers annuels des exercices 2017, 2018 et 2019 repris en Annexes 3, 4 et 5 décrivent de manière détaillée l'activité de la Société au cours de ces exercices.

La croissance de la rubrique « Immeubles de placements » est le principal facteur de changement au cours des exercices sous revue. Cette rubrique est en effet passée de 19,5 millions d'EUR fin 2017, à 43 millions d'EUR à l'issue de l'exercice 2018, puis 97,5 millions d'EUR à l'issue de l'exercice 2019.

Cette croissance peut être détaillée comme suit:

En 2017, une seule acquisition a été réalisée, il s'agit de l'immeuble en exploitation B015 Brigade Piron. L'acte a été signé en 09/2017 pour une juste valeur de 2,5 millions d'EUR.

L'exercice 2018 a vu une forte croissance des acquisitions. C'est ainsi que les immeubles en exploitation suivants ont été acquis: V002 Vijfstraten pour une juste valeur de 1,3 millions d'EUR, V003 Tolhuis pour une juste valeur de 1,3 millions d'EUR, W001 Monument pour une juste valeur de 1,7 millions d'EUR, B017 Beughem pour une juste valeur de 1,9 million d'EUR et enfin B019 Palais 64 pour une valeur de 2,2 millions d'EUR.

La Société a par ailleurs investi dans l'acquisition de quatre projets de développement au cours de l'exercice 2018. Ces projets sont soit des reconversions d'immeubles existants, soit de nouvelles constructions. Il s'agit des projets suivants: B016 Pavillon 7-9 acquis pour un prix de 2,9 millions d'EUR, B018 Domaine des Etangs pour un prix de 1,5 millions d'EUR, V004 Lindestraat pour un prix de 0,7 million d'EUR et enfin B021 Antares pour un montant de 0,3 million d'EUR.

Le solde des variations en 2018 correspond aux investissements réalisés dans les projets de développement et les immeubles de placement de la Société mais également à la variation de la juste valeur des immeubles.

En 2019, la Société a poursuivi son expansion avec l'acquisition de douze immeubles complémentaires, déjà en exploitation. Il s'agit des immeubles B026 Volral pour une juste valeur de 2,9 millions d'EUR, l'immeuble V009 Villa VIP Bredene pour une juste valeur de 1,8 millions d'EUR ainsi que l'acquisition de la SA Euro-Project, propriétaire de 10 sites résidentiels à Malines. A noter qu'Europroject a été transformée en FIIS avant la fin de l'exercice 2019. Europroject est propriétaire des immeubles V011 Delling pour une juste valeur de 3,1 millions d'EUR, V012 Augustijnen pour une juste valeur de 0,8 million d'EUR, V013 Oude Brusselsestraat pour une juste valeur de 2,2 millions d'EUR, V014 Mechelsveld pour une juste valeur de 2,4 millions d'EUR, V015 Europalaan pour une juste valeur de 2,9 millions d'EUR, V016 Geerdegem-Schonenberg pour une juste valeur de 1,0 million d'EUR, V017 Brusselsesteenweg 546-550 pour une juste valeur de 4,2 millions d'EUR, V018 Zwartklooster pour une juste valeur de 5,8 millions d'EUR, V019 Brusselsesteenweg 428-430 pour une juste valeur de 1,3 million d'EUR et V020 Linde pour une juste valeur de 5,3 millions d'EUR.

Le solde des variations en 2019 correspond aux investissements réalisés dans les projets de développement et les immeubles de placement de la Société mais également à la variation de la juste valeur des immeubles.

L'ensemble de ces acquisitions immobilières est amplement décrit à la Section 5 du présent Prospectus.

Cette croissance a été financée par les fonds propres disponibles. Ceux-ci se montaient à 55 millions d'EUR sur les exercices 2017 et 2018. En effet, les fonds propres n'ayant pas encore été entièrement investis dans les immeubles de placement, il en résulte des disponibilités de trésorerie importantes sur les exercices 2017 et 2018 à concurrence respectivement de 32 millions d'EUR et 17 millions d'EUR.

En 2019, la Société a procédé à une augmentation de capital complémentaire qui a permis de porter les fonds propres à plus de 89 millions d'EUR.

Par ailleurs, en 2019, la Société a procédé aux premiers tirages de fonds sur les lignes de crédit mises en place, et ce à concurrence de 14 millions d'EUR. Ces crédits ont été négociés auprès de quatre banques belges. Le détail complet de ces lignes peut être retrouvé à la Section 6.1.1. Il en résulte donc que le taux d'endettement a progressé de 2,3% à fin 2018 à 14,4 % à fin 2019.

Le total bilantaire a par conséquent progressé de 56,7 millions d'EUR à l'issue de l'exercice 2017 à 57,5 millions à l'issue de l'exercice 2018 et enfin 105,6 millions à l'issue de l'exercice 2019.

Il résulte des acquisitions reprises ci-dessus et commentées en détail à la Section 5, une croissance des revenus locatifs d'Inclusio passant de 0,8 million d'EUR en 2017 à 1,2 million d'EUR en 2018, pour atteindre 1,6 million d'EUR en 2019.

Le résultat d'exploitation des immeubles rapportés au résultat locatif net permet de déterminer la marge d'exploitation des immeubles. Elle est respectivement de 92 % en 2017, 93,8 % en 2018 et 90,5 % en 2019.

Relevons que la dégradation marginale sur l'exercice 2019 est notamment la conséquence de l'acquisition de la SA Euro-Project. En effet, une grande partie de ce portefeuille immobilier est encore loué directement à des particuliers, nécessitant donc une charge complémentaire de travail et de suivi ayant requis l'engagement d'un property Manager dédié. Au fur et à mesure des départs des occupants individuels, AIS de Mechelen prend les appartements en location et réduit la charge de gestion pour Inclusio.

Relevons que cette marge d'exploitation des immeubles est sensiblement plus élevée que celle qui peut être observée auprès d'investisseurs résidentiels qui gèrent eux-mêmes en direct les locations individuelles des logements de leur portefeuille. En effet, même si les loyers que la Société perçoit des AIS sont sensiblement moins élevés que ce que les particuliers occupants paient dans le marché libre, Inclusio bénéficie de divers avantages permettant de compenser ce niveau de loyers inférieur. Relevons les éléments suivants :

- Inclusio ne subit aucune vacance locative sur les biens immobiliers loués aux AIS (l'AIS paie un loyer fixe peu importe le taux d'occupation de l'immeuble).
- Inclusio ne subit aucune perte locative sur non recouvrement des loyers des occupants individuels (ce risque est celui des AIS).
- Inclusio ne paie pas de frais de commercialisation à des agents immobiliers sur ses immeubles donnés en location aux AIS, puisque les contrats de location sont négociés directement par Inclusio.
- En Région de Bruxelles Capitale, Inclusio bénéficie d'une exonération de précompte immobilier pour ses immeubles donnés en location à une AIS ; dans les deux autres régions du pays, elle bénéficie d'une réduction du précompte immobilier. Pour les locations d'immeubles d'hébergement pour des personnes en situation de handicap, l'exonération est nationale.

- Les immeubles loués à des AIS sont gérés directement par les AIS ; Inclusio a donc des frais de Property Management relativement limités.

Enfin relevons que pour la construction d'un nouvel immeuble mis en location à une AIS pour une durée minimum de 15 ans, ledit immeuble peut bénéficier d'un taux de TVA sur les constructions réduit à 12 %.

L'ensemble de ces éléments permet à Inclusio d'obtenir une marge d'exploitation des immeubles relativement élevée.

Les frais généraux ont connu une croissance moindre, passant de 0,9 million d'EUR à 1,1 million d'EUR, puis à 1,4 million d'EUR respectivement pour les exercices 2017, 2018 et 2019. Cette croissance s'explique par l'élargissement de l'équipe et les frais encourus pour l'étude de nouveaux dossiers. La mise en place de la politique d'investissement de la Société a en effet nécessité la mise en place d'une structure adéquate. Au fur et à mesure de l'expansion du portefeuille immobilier générant des revenus locatifs, la marge d'exploitation de la Société est donc en amélioration (la marge d'exploitation tient compte de la variation de la juste valeur des immeubles). Elle se calcule comme le ratio du Résultat d'exploitation ramené sur le Résultat locatif net. En 2017, elle était négative, pour s'élever à 12,8 % en 2018 et 32,5 % en 2019.

Après enregistrement des revenus et charges financières et des impôts, la Société enregistre une augmentation de son résultat net, passant d'une perte en 2017 de -331.631 EUR à un bénéfice de 307.298 EUR en 2018, puis à un bénéfice de 522.783 EUR en 2019. Relevons que le prélèvement en 2019 sur les lignes de crédit de la Société a généré des intérêts financiers à payer aux banquiers et que l'exit tax positive sur l'exercice 2019 correspond à la différence positive entre l'exit tax à supporter par la Société et l'exit tax qui a été mise à charge des vendeurs des filiales acquises.

7.1.2 Informations financières au 31 août 2020

Les états financiers intermédiaires ci-dessous sont un extrait des comptes établis sur base consolidée au 31 août 2020, sous les normes IFRS et conformément au schéma prévu à l'Arrêté Royal SIR. La Société précise que les chiffres présentés ci-dessous (au 31 août 2020) n'ont pas fait l'objet d'un contrôle par le Commissaire et ne répondent pas aux exigences de l'IAS34.

Par contre, les comptes au 30 juin 2020 ont fait l'objet d'un contrôle limité de la part du Commissaire et sont joints en Annexe 7, ils répondent aux exigences de l'IAS34.

Bilan consolidé en EUR		31-08-2020	31-12-2019
I	Actifs non courants	141.649.205	100.907.260
I B.	Immobilisations incorporelles	91.116	85.324
I C.	Immeubles de placement	140.963.091	97.545.360
I C. a.	Immeubles disponibles à la location	122.527.991	68.512.677
I C. b.	Projet de développement	18.435.100	29.032.683
I D.	Autres immobilisations corporelles	18.020	12.573
I E.	Actifs financiers non courants	576.978	3.264.003
II	Actifs courants	6.242.332	4.670.416
II B.	Actifs financiers courants	0	31.434
II D.	Créances commerciales	124.690	256.801
II E.	Créances fiscales et autres actifs courants	1.890.728	879.909
II F.	Trésorerie et équivalents de trésorerie	3.352.029	2.770.584
II G.	Comptes de régularisation	874.903	731.689
TOTAL ACTIF		147.891.555	105.577.675
CAPITAUX PROPRES		92.805.002	89.392.790
A.	Capital	84.639.790	84.639.790
B.	Primes d'émission	4.380.623	4.380.623
C.	Réserves	388.564	-150.407
D.	Résultat net de l'exercice	3.396.025	522.783
PASSIF		55.086.553	16.184.885
I	Passifs non courants	51.113.210	14.740.204
I B.	Dettes financières non courantes	51.000.000	14.000.000
I C.	Autres passifs financiers non courants	11.458	
I F.	Passifs d'impôts différés	101.751	740.204
II	Passifs courants	3.973.343	1.444.681
II B.	Dettes financières courantes	50.112	7.579
II C.	Autres passifs financiers courants		3.794
II D.	Dettes commerciales et autres dettes courantes	3.766.052	1.241.709
II E.	Autres passifs courants	0	600
II F.	Comptes de régularisation	157.161	190.999
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIF		147.891.555	105.577.675
	Nombre d'actions	4.329.615	4.329.615
	Valeur nette d'inventaire	21,43	20,65
	Taux d'endettement	37,07%	14,44%

Compte de résultats consolidé en EUR

		31-08-2020	30-06-2019
I	Revenus locatifs	2.828.110	694.489
III	Charges relatives à la location	-2.587	0
	RESULTAT LOCATIF NET	2.825.523	694.489
V	Récupération de charges locatives et de taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	163.547	7.942
VII	Charges locatives et taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	-367.754	-473
	RESULTAT IMMOBILIER	2.621.317	701.958
IX	Frais techniques	-78.591	-39.323
X	Frais commerciaux	-1.081	-513
XI	Charges et taxes sur immeubles non loués	-310	-975
XII	Frais de gestion immobilière	-81.444	-17.672
XIII	Autres charges immobilières	0	-218
	CHARGES IMMOBILIERES	-161.426	-58.701
	RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES	2.459.891	643.257
XIV	Frais généraux de la société	-1.303.065	-666.789
XV	Autres revenus et charges d'exploitation	79.139	4.210
	RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE	1.235.966	-19.321
XVIII	Variations de la juste valeur des immeubles de placement	1.101.000	192.043
	RESULTAT D'EXPLOITATION	2.336.966	172.722
XX	Revenus financiers	12.910	80.828
XXI	Charges d'intérêts nettes	-109.862	-46.969
XXII	Autres charges financières	-4.486	-22.937
XXIII	Variations de la juste valeur des actifs et passifs financiers	-11.458	0
	RESULTAT FINANCIER	-112.897	10.922
XXIV	Quote-part dans le résultat des entreprises associées	-1.421	
	RESULTAT AVANT IMPOT	2.222.648	183.644
XXV	Impôts des sociétés	1.465.522	488
XXVI	Exit tax	-292.146	77.237
	IMPOT	1.173.377	77.724
	RESULTAT NET	3.396.025	261.369

Commentaires sur les comptes au 31 août 2020

La Société a poursuivi l'expansion de son portefeuille immobilier qui est passé de 97,5 millions d'EUR fin 2019 à près de 141 millions d'EUR au 31 août 2020.

Sur les 8 premiers mois de l'exercice 2020, la Société a acquis les biens immobiliers suivants:

- L'immeuble en exploitation B020 Ekla représentant environ 15,5 millions d'EUR a été acquis au mois de février 2020.
- Une école située à Uccle (B027 Ecole Active) a été acquise au début de l'année 2020 pour 7,7 millions d'EUR. Elle permet à Inclusio d'investir pour la première fois dans ce segment d'activité.
- L'immeuble en exploitation B029 Dieleghem a été acquis le 18 mars 2020 pour 1,3 million d'EUR.
- L'immeuble en exploitation B030 Anderlecht 168-174 a été acquis le 24 août 2020 pour une valeur conventionnelle de 2 millions d'EUR.
- Deux maisons Villa Vip en exploitation (V008 Villa Vip Bredene et V010 Villa Vip Wondelgem) ont été acquises pour 1,7 millions chacune. L'opération a été réalisée fin août 2020.
- Deux nouveaux projets de développement ont été acquis (V005 Brodershof et V026 Thomashuis Westmalle).
- Les travaux sur les projets de développement se poursuivent. Un seul projet a été mis en exploitation durant cette période, il s'agit de l'immeuble B018 Domaine des Etangs qui a été réceptionné en juin 2020. Le coût global de ce chantier représente 19 millions d'EUR.

C'est ainsi que les immeubles de placement en exploitation ont presque doublé par rapport à leur situation du 31 décembre 2019 passant de 68,5 millions d'EUR à 122,5 millions d'EUR. Les projets de développement diminuent de 29 millions d'EUR à 18 millions et ce consécutivement à la mise en exploitation de l'immeuble B018 Domaine des Etangs et ce nonobstant la poursuite des autres chantiers et de l'acquisition de deux nouveaux projets de développement.

Les actifs financiers non courants correspondent d'une part à la prise de participation à concurrence de 26% dans la société Middelweg Albert à concurrence de 0,53 million d'EUR et le solde de 0,05 million d'EUR à des fonds de roulement versés aux copropriétés dans lesquelles la Société est co-proprétaire.

Les autres actifs courants s'élevant à 1,9 millions comprennent l'acquisition de l'immeuble B028 Pavillon 1-5 pour 1,7 millions, immeuble dont l'acte notarié a été signé mais dont une condition suspensive ne sera levée que dans les prochaines semaines. En 2019, ce poste comprenait principalement un versement anticipé réalisé dans le cadre de l'agrément comme FIIS de la filiale Euro-Project.

Le total bilantaire s'élève donc à 147,9 millions d'EUR.

Hormis le résultat net de l'exercice commenté ci-dessous et l'affectation du résultat 2019, les fonds propres n'ont pas évolué par rapport à la situation au 31 décembre 2019. Ils s'élèvent à 92,8 millions d'EUR. Compte tenu des 4.329.615 actions en circulation, la valeur nette d'inventaire par action au 31 août 2020 s'élève à 21,43 EUR. La valeur nette d'inventaire par action était au 31 décembre 2019 de 20,65 EUR, elle progresse donc uniquement par les résultats nets compris entre le 31 décembre 2019 et le 31 août 2020.

L'expansion des actifs a été financée par le tirage sur les lignes de crédit existantes. Sur un total de 80 millions d'EUR de lignes de crédit ouvertes, Inclusio a prélevé 51 millions d'EUR à la date du 31 août 2020.

Les passifs d'impôt différés diminuent et ce consécutivement à l'exit tax provisionnée dans les comptes 2019 pour la

filiale Euro-Project. Les 0,1 million d'EUR subsistant au 31 août 2020 correspondent à un impôt différé sur une taxation étalée provenant de la filiale DV City (filiale entre-temps absorbée par Inclusio au 30 juillet 2020).

Les dettes commerciales et autres dettes courantes sont en augmentation à 3,8 millions d'EUR. Elles sont principalement constituées de dettes fournisseurs pour 2,8 millions d'EUR (dettes provenant principalement de factures reçues sur l'état d'avancement des chantiers), de dettes fiscales à concurrence de 0,5 million d'EUR et enfin d'une dette d'exit tax provisionnée à concurrence de 0,4 million d'EUR (sous la ligne II. D. a. "Exit tax" des "Dettes commerciales et autres dettes courantes"). Cette dette d'exit tax est composée d'une part de la provision d'exit tax que la Société devrait supporter au 31 août 2020 pour 308.946 EUR et d'autre part de l'exit tax provisionnée de sa filiale Catalco pour 99.431 EUR.

Le taux d'endettement est par conséquent en augmentation passant de 14,4% fin 2019 à 37,1% au 31 août 2020.

Le compte de résultat au 31 août 2020 est comparé à sa période de clôture antérieure la plus proche, à savoir celle du 30 juin 2019.

L'élargissement du portefeuille immobilier en exploitation et la réception de projets de développement permet à la Société de faire croître de manière significative son chiffre d'affaires. Le revenu locatif s'élève donc à 2,8 millions d'EUR fin août 2020.

Les charges locatives comprennent les précomptes immobiliers et taxes mais également les frais communs de certains immeubles dont la gestion est assurée provisoirement par Inclusio (électricité, chauffage, ascenseur, assurance,...). A contrario, les récupérations de charges locatives correspondent à l'éventuelle refacturation des précomptes immobiliers et taxes, aux provisions pour charges reçues des occupants et aux décomptes annuels de charges y afférents. Après prise en charge et récupération de ces frais, le résultat immobilier s'élève à 2,6 millions d'EUR.

Les charges immobilières sont principalement composées des frais techniques (0,1 million d'EUR) et des frais de gestion immobilière externes et internes (0,1 million d'EUR), le résultat d'exploitation des immeubles s'élève à 2,5 millions d'EUR, dégageant ainsi une marge d'exploitation des immeubles de 87,1% (cette même marge était de 90,5% en 2019).

Les frais généraux se découpent en quatre catégories distinctes :

- les ressources humaines et les frais y afférents : Ce poste comprend les coûts des membres de la direction effective (CEO, CFO et COO), du personnel, des avantages au personnel tels que les voitures de société, les chèques repas, l'assurance groupe, l'assurance hospitalisation, les frais de représentation, mais également les frais du secrétariat social, les formations et séminaires, les cotisations à des groupements professionnels. Ce poste s'élève à 0,7 million d'EUR au 31 août 2020.
- les charges relatives au bureau et l'infrastructure nécessaire au fonctionnement de la Société : Ce poste comprend la location et les charges afférentes au bureau situé Avenue Hermann-Debroux 40 à 1160 Auderghem, les assurances y relatives, les aménagements de ces bureaux, le mobilier, les fournitures de bureau. Il comprend également toutes les charges relatives à l'IT que ce soit le hardware, les softwares ainsi que la téléphonie. Ces coûts s'élèvent à 0,1 million d'EUR au 31 août 2020.
- les frais des prestataires externes : Ces frais concernent les prestations exécutées par les conseils de la Société, les

apporteurs d'affaires, le Commissaire, l'expert immobilier indépendant. Ils s'élèvent à 0,3 million d'EUR au 31 août 2020.

- les frais corporate : Les frais corporate englobent entre autres les émoluments des administrateurs, l'assurance dirigeant, les frais de publication et traductions. Ils s'élèvent à 0,2 million d'EUR au 31 août 2020.

Après prise en charge des frais généraux et des autres revenus et charges d'exploitation (provenant de la fusion avec la filiale Inclusio Vandenheuvél), le résultat d'exploitation s'élève à plus de 1,3 million d'EUR. La croissance des immeubles en exploitation générant des loyers permet de compenser significativement l'impact des frais généraux de la Société; la Société anticipe une poursuite de l'amélioration de la rentabilité.

Les plus et moins-values latentes dégagées sur la valorisation de l'expert indépendant font apparaître une croissance de valeur de 1,1 million d'EUR. Plus de la moitié de cette croissance de valeur est liée à la réception de deux projets de développement mis en exploitation récemment (0,4 million d'EUR sur l'immeuble Domaine des Etangs et 0,3 million d'EUR sur l'immeuble Ekla).

Les charges d'intérêts sont en croissance à 0,1 million d'EUR et ce consécutivement aux tirages opérés sur les lignes de crédit et ce afin de financer les activités. Le résultat avant impôt s'élève donc à 2,2 millions d'EUR.

La rubrique Impôts des sociétés s'élève à 1,5 million d'EUR et correspond à un actif d'impôt différé reconnu au 30 juin 2020 suite à la décision de fusionner les filiales et à l'utilisation lors de la fusion des pertes fiscales reportées de Inclusio dans le calcul de l'exit tax.

L'exit tax de 0,3 million d'EUR qui découlerait de la taxation de la plus-value fiscale sur le portefeuille immobilier expertisé au 31 août 2020, est composé de la provision d'exit tax de la société pour 308.946 EUR, de la provision d'exit tax de sa filiale Catalco pour 99.431 EUR compensée par l'extourne de l'ancienne provision de 116.230 EUR.

Le résultat net au 31 août 2020 s'élève à 3,4 millions d'EUR.

Le résultat net par action est par conséquent de 0,78 EUR compte tenu du nombre moyen d'actions en circulation de 4.329.615 actions³⁴.

7.1.3 Audit des comptes consolidés

Les comptes consolidés de la Société pour les exercices 2017, 2018 et 2019 ont été préparés conformément aux normes IFRS et ont été vérifiés par la société KPMG Réviseurs d'Entreprises SC, représentée par son représentant permanent monsieur Stéphane Nolf, réviseur d'entreprise, partner chez KPMG Réviseurs d'Entreprises, Luchthaven Brussel Nationaal 1K, 1930 Zaventem (« **KPMG** ») commissaire de la Société au cours de ces exercices. Une opinion sans réserve a été émise pour les exercices clôturés le 31 décembre 2017, 2018 et 2019.

Les comptes statutaires ont été préparés conformément aux normes comptables belges et ont également été vérifiés par KPMG.

Les rapports sont joints en Annexes 8, 9 et 10.

³⁴ Nombre d'actions après acte notarié du 29/10/2020 modifiant la représentation du capital.

Depuis le 1^{er} janvier 2020, le commissaire d'Inclusio est Deloitte Réviseurs d'Entreprises SC, représentée par son représentant permanent monsieur Ben Vandeweyer, réviseur d'entreprise agréé, membre de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises, Gateway building, Luchthaven Brussel Nationaal 1J, 1930 Zaventem. Son mandat a été approuvé lors de l'assemblée générale ordinaire d'Inclusio du 10 juin 2020.

Les comptes au 30 juin 2020 ont fait l'objet d'un contrôle limité et sont joints à l'Annexe 7 du présent Prospectus. Le rapport du Commissaire est également joint à cette Annexe.

7.2 Comptes pro-forma

Les comptes pro-forma ont été établis afin de présenter le "portefeuille immobilier actuel" qui est défini d'une part comme tous les immeubles en exploitation ou les projets de développement acquis jusqu'au 31 août 2020 et d'autre part les dossiers de la Catégorie C (commentés à la Section 5) correspondant aux engagements fermes de la Société.

Nous établissons un compte de résultat pro forma pour la période du 01/01/2019 au 31/12/2019 et du 01/01/2020 au 30/06/2020. Pour ce faire, nous partons de la situation au 01/01/2019. Les bâtiments acquis entre le 01/1/2019 et le 31/08/2020 ou pour lesquels un engagement a été pris ont été ajoutés à la situation au 01/01/2019.

En outre, nous établissons un bilan pro forma au 30/06/2020. Pour ce faire, nous partons de la situation au 30/06/2020. Les bâtiments acquis entre le 30/06/2020 et le 31/08/2020 ou pour lesquels un engagement a été pris ont été ajoutés à la situation au 30/06/2020.

Les comptes pro-forma permettent d'illustrer l'incidence des transactions, dont les hypothèses sont reprises ci-dessous, que ce soit les acquisitions, la réception des projets de développement et leur mise en exploitation. Il s'agit donc d'une simulation purement théorique qui relate les revenus et charges à partir du 1er janvier 2019 et la situation bilantaire au 30 juin 2020. Cette situation pro-forma peut donc différer de la situation financière effective ou des résultats effectifs.

La Société présente ci-dessous :

- le compte de résultat pro-forma pour l'exercice couvrant la période du 1er janvier 2019 au 31 décembre 2019 ;
- le compte de résultat pro-forma pour le semestre couvrant la période du 1er janvier 2020 au 30 juin 2020 ;
- le bilan pro-forma à la date du 30 juin 2020.

Les comptes pro-forma présentés ont une valeur purement illustrative et n'ont pas fait l'objet d'une approbation par l'assemblée générale de la Société.

7.2.1 Hypothèses

Les comptes pro-forma sont réalisés au départ des comptes consolidés audités au 31 décembre 2019 (exercice du 1er janvier 2019 au 31 décembre 2019) et au 30 juin 2020 (semestre du 1er janvier 2020 au 30 juin 2020).

Ces comptes étant déjà basés sur les normes IFRS et le schéma de présentation SIR, il n'y a pas lieu d'effectuer un retraitement pour un changement de référentiel. Les comptes pro-forma repris ci-dessus reprennent les informations non ajustées, les ajustements pro-forma et les résultats des informations financières pro-forma.

La Société détient la très grande majorité de ses immeubles directement, le cas échéant la mention est faite si l'immeuble est détenu par une filiale. Les ajustements dans le périmètre du portefeuille immobilier et des activités enregistrés par la Société sont les suivants. Ces ajustements ont une incidence prolongée pour la Société puisqu'il s'agit d'opérations d'acquisition / développement pour le long terme. Ces ajustements sont basés sur les études de faisabilité réalisées par la Société et approuvées par le comité d'investissement et le Conseil d'Administration :

- a. Acquisition de 10 immeubles en exploitation V011 à V020 à Mechelen. Cette opération a été réalisée le 29 novembre 2019 par l'acquisition de la totalité des actions de la SA Euro-Project, les comptes pro-forma simulent cette acquisition au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 1.266.830 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 43.575 EUR/an
 - Précompte immobilier: 107.681 EUR/an
 - Assurance: 14.525 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 7.260 EUR/an
 - Frais de maintenance: 76.897 EUR/an ;
- b. Acquisition de l'immeuble en exploitation B026 Volral. Cette opération a été réalisée le 24 octobre 2019 (par l'acquisition de la totalité des parts de la société DV City, société fusionnée par absorption au 30 juillet 2020), les comptes pro-forma simulent cette acquisition au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 193.359 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 5.700 EUR/an
 - Assurance: 1.425 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 4.099 EUR/an ;
- c. Acquisition de l'immeuble en exploitation V009 Villa VIP Herzele. Cette opération a été réalisée le 10 juillet 2019, les comptes pro-forma simulent cette acquisition au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 70.000 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.303 EUR/an
 - Assurance: 768 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 3.397 EUR/an ;
- d. Réception de l'immeuble V004 Linde Herzele. La réception provisoire de ce chantier et donc sa mise en exploitation est intervenue le 14 novembre 2019, les comptes pro-forma simulent la mise en exploitation du projet au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 160.244 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 5.714 EUR/an
 - Précompte immobilier: 8.635 EUR/an
 - Assurance: 1.905 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 3.397 EUR/an ;

- e. Acquisition du projet de développement B021 Antares au 03 avril 2019, les comptes pro-forma simulent l'acquisition, la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 577.225 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 10.000 EUR/an
 - Honoraires AIS: 11.545 EUR/an
 - Précompte immobilier: 15.720 EUR/an
 - Assurance: 6.021 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 18.356 EUR/an
 - Vide locatif: 11.413 EUR/an ;
- f. Acquisition du projet de développement W003 Auflette au 25 juillet 2019, les comptes pro-forma simule l'acquisition, la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 358.560 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 20.400 EUR/an
 - Précompte immobilier: 11.938 EUR/an
 - Assurance: 3.692 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 20.200 EUR/an ;
- g. Acquisition du projet de développement V024 Dendermonsesteenweg au 24 octobre 2019, les comptes pro-forma simulent l'acquisition, la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 62.641 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.127 EUR/an
 - Précompte immobilier: 4.747 EUR/an
 - Assurance: 709 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.328 EUR/an ;
- h. Acquisition du projet de développement V023 Thomashuis Keerbergen au 12 décembre 2019 , les comptes pro-forma simulent l'acquisition, la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 72.741 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.345 EUR/an
 - Assurance: 628 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.536 EUR/an ;
- i. Finalisation du projet de développement B016 Pavillon 7-9 en cours en 2019, les comptes pro-forma simulent la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 407.429 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 8.149 EUR/an
 - Précompte immobilier: 9.458 EUR/an
 - Assurance: 4.638 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 10.186 EUR/an ;

- j. Acquisition du projet de développement V006 Corstienslei au 27 décembre 2019, les comptes pro-forma simule l'acquisition, la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 137.302 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 3.153 EUR/an
 - Précompte immobilier: 9.245 EUR/an
 - Assurance: 1.576 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 728 EUR/an
 - Vide locatif: 729 EUR/an ;
- k. acquisition de l'immeuble en exploitation B020 Ekla au 14 février 2020 (par la prise de contrôle intégrale de la SA Inclusio Vandenheuvel; cette société a été fusionnée par Inclusio au 30 juillet 2020), les comptes pro-forma simulent l'acquisition, la finalisation du chantier qui était encours en 2019 et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 743.630 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 15.000 EUR/an
 - Précompte immobilier: 11.751 EUR/an
 - Assurance: 5.969 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 18.591 EUR/an ;
- l. Réception de l'immeuble B018 Domaine des Etangs au 22 juin 2020, les comptes pro-forma simulent l'acquisition, la finalisation du chantier et la mise en exploitation de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 857.205 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 15.00 EUR/an
 - Précompte immobilier: 10.000 EUR/an
 - Assurance: 7.687 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 21.430 EUR/an ;
- m. Acquisition de l'immeuble B029 Dieleghem, cet immeuble sera mis prochainement en location. Il est supposé être loué au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 43.526 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 1.000 EUR/an;
- n. Acquisition de l'immeuble B030 Anderlechtsesteenweg 168-172. Cette opération a été réalisée le 24 août 2020 par acquisition de la totalité des parts de la société Catalco, les comptes pro-forma simulent cette acquisition au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 126.567 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 13.500 EUR/an
 - Assurance: 900 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 6.708 EUR/an ;

- o. Réception du projet V005 Broedershof. Celle-ci devrait avoir lieu au 3^{ème} trimestre 2021, les comptes pro-forma simulent la fin du chantier et la mise en exploitation au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 90.817 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 7.302 EUR/an
 - Précompte immobilier: 7.265 EUR/an
 - Assurance: 1.075 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 2.280 EUR/an ;
- p. Acquisition de l'immeuble en exploitation V008 Villa VIP Bredene. Cette acquisition a été finalisée le 30 août 2020, les comptes pro-forma simulent l'acquisition de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 70.000 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.244 EUR/an
 - Assurance: 748 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.484 EUR/an ;
- q. Acquisition de l'immeuble en exploitation V010 Villa VIP Wondelgem. Cette acquisition a été finalisée le 30 août 2020, les comptes pro-forma simulent l'acquisition de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 67.240 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.034 EUR/an
 - Assurance: 678 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.425 EUR/an ;
- r. Acquisition du projet V026 Thomashuis Westmalle. Cet immeuble devrait être mis en exploitation fin 2022, les comptes pro-forma simulent l'acquisition de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 75.684 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 1.910 EUR/an
 - Assurance: 637 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.452 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.604 EUR/an ;
- s. L'immeuble B022 Middelweg est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Inclusio détient actuellement 26% du capital de la société. Inclusio devrait disposer du contrôle intégral de cette filiale quelques mois après la mise en exploitation des immeubles de ce projet. Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 947.191 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 20.317 EUR/an
 - Précompte immobilier: 9.700 EUR/an
 - Assurance: 10.159 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 20.080 EUR/an
 - Vide locatif: 16.988 EUR/an ;

- t. L'immeuble B028 Pavillon 1-5 est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Fin août 2020, cet immeuble a été acquis par acte notarié avec une condition suspensive qui sera levée avant la fin de l'année 2020. Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 100.275 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 3.250 EUR/an
 - Assurance: 922 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 2.507 EUR/an ;
- u. L'immeuble V021 Thomashuis Meldert est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 70.000 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 1.400 EUR/an
 - Assurance: 695 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.750 EUR/an ;
- v. L'immeuble V027 Borgerstein est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 136.800 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.736 EUR/an
 - Précompte immobilier: 10.944 EUR/an
 - Assurance: 1.845 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 3.420 EUR/an ;
- w. L'immeuble V028 Nationale est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 118.231 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.365 EUR/an
 - Précompte immobilier: 9.458 EUR/an
 - Assurance: 1.602 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 2.956 EUR/an;
- x. L'immeuble V029 Melkerij est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
- Loyer annuel: 160.543 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 3.211 EUR/an
 - Précompte immobilier: 9.372 EUR/an
 - Assurance: 2.342 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 4.014 EUR/an;

- y. L'immeuble W002 Stembert est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 108.237 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.165 EUR/an
 - Précompte immobilier: 8.496 EUR/an
 - Assurance: 1.262 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 2.706 EUR/an;
- z. L'immeuble W006 Roosevelt est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 300.000 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 6.000 EUR/an
 - Assurance: 2.475 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 7.500 EUR/an ;
- aa. L'immeuble W007 Elmer est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 144.000 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 2.880 EUR/an
 - Assurance: 1.555 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 1.694 EUR/an
 - Frais de maintenance: 3.600 EUR/an ;
- bb. L'immeuble W00x Coron est repris dans la Catégorie C "Engagements signés". Les comptes pro-forma simulent l'intégration de l'immeuble au 1^{er} janvier 2019. Les hypothèses suivantes ont été retenues:
 - Loyer annuel: 66.355 EUR
 - Frais de gestion immobilière: 1.327 EUR/an
 - Précompte immobilier: 5.308 EUR/an
 - Frais d'expertise du portefeuille: 726 EUR/an
 - Frais de maintenance: 1.659 EUR/an.

Relevons que pour les immeubles déjà en exploitation, la juste valeur a été retenue dans l'établissement des pro-forma. Pour les immeubles en développement ou à acquérir, le coût total d'investissement estimé a été retenu puisqu'aucune expertise en juste valeur en fin de chantier n'est disponible au moment de l'établissement des comptes pro-forma.

D'autre part, des ajustements sur les frais généraux sont opérés afin de tenir compte d'une part de l'engagement d'un property Manager réalisé en octobre 2019 et d'autre part des frais liés aux expertises du portefeuille immobilier acquis entre le 1^{er} janvier 2019 et le 31 août 2020.

7.2.2 Bilan pro-forma au 30 juin 2020

Bilan consolidé en EUR		30-06-2020	AJUSTEMENTS	Proforma 30-06-2020
I	Actifs non courants	133.073.167	73.405.660	206.478.827
I B.	Immobilisations incorporelles	80.445	0	80.445
I C.	Immeubles de placement	132.447.379	73.933.207	206.380.586
I C. a.	Immeubles disponible à la location	117.064.319	89.316.266	206.380.586
I C. b.	Projet de développement	15.383.060	-15.383.060	0
I D.	Autres immobilisations corporelles	14.224	0	14.224
I E.	Actifs financiers non courants	531.119	-527.546	3.573
II	Actifs courants	2.855.927	0	2.855.927
II D.	Créances commerciales	68.252	0	68.252
II E.	Créances fiscales et autres actifs courants	416.713	0	416.713
II F.	Trésorerie et équivalents de trésorerie	1.734.360	0	1.734.360
II G.	Comptes de régularisation	636.601	0	636.601
TOTAL ACTIF		135.929.093	73.405.660	209.334.754
CAPITAUX PROPRES		92.254.025	0	92.254.025
A.	Capital	84.639.790	0	84.639.790
B.	Primes d'émission	4.380.623	0	4.380.623
C.	Réserves	372.377	0	372.377
D.	Résultat net de l'exercice	2.861.235	0	2.861.235
PASSIF		43.675.069	73.405.660	117.080.729
I	Passifs non courants	39.734.791	73.405.660	113.140.452
I B.	Dettes financières non courantes	39.500.000	73.405.660	112.905.660
I C.	Autres passifs financiers non courants	133.040	0	133.040
I F.	Passifs d'impôts différés	101.751	0	101.751
II	Passifs courants	3.940.277	0	3.940.277
II B.	Dettes financières courantes	17.947	0	17.947
II D.	Dettes commerciales et autres dettes courantes	3.832.758	0	3.832.758
II F.	Comptes de régularisation	89.572	0	89.572
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIF		135.929.093	73.405.660	209.334.754
Nbre d'actions		4.329.615	0	4.329.615
NAV		21,31		21,31
Endettement		43.350.705		116.756.365
Taux d'endettement		31,89%		55,77%

7.2.3 *Compte de résultats pro-forma au 31 décembre 2019 et 30 juin 2020*

Compte de résultats consolidé en EUR			Proforma	
		30-06-2020	AJUSTEMENTS	30-06-2020
I	Revenus locatifs	2.023.812	2.534.721	4.558.533
III	Charges relatives à la location	-2.547	0	-2.547
RESULTAT LOCATIF NET		2.021.265	2.534.721	4.555.986
V	Récupération de charges locatives et de taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	147.495	0	147.495
VII	Charges locatives et taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	-305.034	-60.826	-365.859
RESULTAT IMMOBILIER		1.863.727	2.473.896	4.337.622
IX	Frais techniques	-63.126	-96.652	-159.778
X	Frais commerciaux	-1.081	0	-1.081
XI	Charges et taxes sur immeubles non loués	-308	0	-308
XII	Frais de gestion immobilière	-59.169	-35.488	-94.657
CHARGES IMMOBILIERES		-123.684	-132.139	-255.824
RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES		1.740.042	2.341.756	4.081.799
XIV	Frais généraux de la société	-1.002.514	-14.399	-1.016.913
XV	Autres revenus et charges d'exploitation	74.502	0	74.502
RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE		812.031	2.327.357	3.139.388
XVIII	Variations de la juste valeur des immeubles de placement	958.004	0	958.004
RESULTAT D'EXPLOITATION		1.770.035	2.327.357	4.097.392
XX	Revenus financiers	2.250	0	2.250
XXI	Charges d'intérêts nettes	-12.228	-550.542	-562.771
XXII	Autres charges financières	-2.823	0	-2.823
XXIII	Variations de la juste valeur des actifs et passifs financiers	-133.040	0	-133.040
RESULTAT FINANCIER		-145.842	-550.542	-696.385
XXIV	Quote-part dans le résultat des entreprises associées et co-entreprises	-1.421	0	-1.421
RESULTAT AVANT IMPOT		1.622.772	1.776.815	3.399.587
XXV	Impôts des sociétés	1.484.222	0	1.484.222
XXVI	Exit tax	-245.760	0	-245.760
IMPOT		1.238.463	0	1.238.463
RESULTAT NET		2.861.235	1.777.815	4.638.049
Nombre d'actions		4.329.615	4.329.615	4.329.615
Résultat net par action		0,66	0,41	1,07

Compte de résultats consolidé en EUR

		31-12-2019³⁵	AJUSTEMENTS	Proforma 31-12-2019
I	Revenus locatifs	1.573.316	7.313.596	8.886.911
	RESULTAT LOCATIF NET	1.573.316	7.313.596	8.886.911
V	Récupération de charges locatives et de taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	71.946	0	71.946
VII	Charges locatives et taxes normalement assumées par le locataire sur immeubles loués	-92.642	-239.665	-332.307
	RESULTAT IMMOBILIER	1.552.619	7.073.930	8.626.550
IX	Frais techniques	-79.199	-312.129	-391.328
X	Frais commerciaux	-2.698	0	-2.698
XI	Charges et taxes sur immeubles non loués	-1.941	0	-1.941
XII	Frais de gestion immobilière	-44.203	-194.794	-238.998
	CHARGES IMMOBILIERES	-128.259	-506.923	-635.182
	RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES	1.424.361	6.567.007	7.991.367
XIV	Frais généraux de la société	-1.360.848	-52.454	-1.413.302
XV	Autres revenus et charges d'exploitation	9.525	0	9.525
	RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE	73.037	6.514.553	6.587.591
XVIII	Variations de la juste valeur des immeubles de placement	438.844	0	438.844
	RESULTAT D'EXPLOITATION	511.882	6.514.553	7.026.435
XX	Revenus financiers	163.710	0	163.710
XXI	Charges d'intérêts nettes	-100.661	-1.100.085	-1.201.746
XXII	Autres charges financières	-148.673	0	-148.673
	RESULTAT FINANCIER	-85.624	-1.100.085	-1.186.709
	RESULTAT AVANT IMPOT	426.258	5.413.469	5.839.727
XXV	Impôts des sociétés	-6.355	0	-6.355
XXVI	Exit tax	102.880	0	102.880
	IMPOT	96.526	0	96.526
	RESULTAT NET	522.783	5.413.469	5.936.252
	Nombre d'actions	3.934.188	3.934.188	3.934.188
	Résultat net par action	0,12	1,25	1,37

³⁵ Les comptes 2019 sont présentés avant correction reprise à la section 7.1.1

7.2.4 *Commentaire sur les comptes pro-forma*

Le compte de résultat au 31 décembre 2019 ne tient pas compte de l'ajustement présenté à la Section 7.1.1.

Le bilan pro-forma au 30 juin 2020 enregistre l'acquisition de tous les immeubles de la Catégorie C (voir Section 6) et la réception des projets de développement. Leur mise en exploitation et donc les revenus et charges qui en découlent sont repris à partir du 1^{er} janvier 2019.

Il en résulte donc une croissance des immeubles de placement en exploitation de 117 millions d'EUR à 206 millions d'EUR. Cette croissance est financée exclusivement par de l'endettement complémentaire à concurrence de 73 millions d'EUR. Relevons que la participation dans la filiale mise en équivalence Middelweg Albert est donc supprimée des Actifs financiers non-courants et l'immeuble est intégralement repris dans la rubrique des immeubles de placement.

Les autres rubriques du bilan ne changent pas. En conséquence, les capitaux propres s'élèvent à 92,3 millions d'EUR. L'endettement passe de 43,4 millions d'EUR à 116,8 millions d'EUR dans les comptes pro-forma ce qui correspond à un taux d'endettement de 55,8% (comparé à 31,9% dans les comptes consolidés au 30 juin 2020).

La valeur nette d'inventaire reste donc à un niveau identique de 21,31 EUR par action et ce pour un nombre d'actions de 4.329.615 actions.

Les comptes de résultats pro-forma présentent les comptes 2019 sur 12 mois tandis que les comptes 2020 sont présentés sur 6 mois.

Les immeubles de placement mis en location provoquent une très forte croissance des revenus locatifs. La progression est de 2 millions à 4,6 millions d'EUR au 30 juin 2020, tandis qu'elle est de 1,6 million d'EUR à 8,9 millions d'EUR en 2019. Le résultat immobilier passe quant à lui de 1,9 million d'EUR à 4,3 millions d'EUR au 30 juin 2020 et de 1,6 million d'EUR à 8,6 millions d'EUR en 2019.

La marge d'exploitation des immeubles (qui est le rapport entre le résultat d'exploitation des immeubles et le résultat locatif net) se situe à environ 90 % dans les comptes pro-forma 2019 et 2020.

La marge d'exploitation avant résultat sur portefeuille progresse, elle, très significativement. En effet elle s'élève 4,6 % à l'issue de l'exercice 2019, passant à 74,1% dans les comptes pro-forma 2019, tandis qu'elle s'élève à 40,2 % à l'issue des comptes semestriels au 30 juin 2020, passant à 68,9 % dans les comptes pro-forma au 30 juin 2020. La Société démontre ainsi que l'expansion du portefeuille et sa mise en exploitation permet de diminuer l'impact des frais généraux incompressibles. Relevons que les frais généraux progressent très faiblement; en effet, la structure est d'ores et déjà mise en place pour assurer la croissance de la Société sur le long terme.

Après la prise en charge des frais financiers et en l'absence d'hypothèse de croissance ou décroissance des valeurs immobilières, le résultat net progresse de 0,5 million d'EUR dans les comptes 2019 à 5,9 millions dans les comptes pro-forma 2019; tandis que le résultat net de 2,9 millions d'EUR dans les comptes semestriels au 30 juin 2020 évolue à 4,6 millions d'EUR dans les comptes-pro forma du 1^{er} semestre 2020.

Le résultat net par action passe dès lors de 0,13 euro par action à 1,51 euro par action sur les comptes 2019 et les comptes pro-forma 2019, tandis que le résultat net par action évolue de 0,66 euro par action à 1,07 euro par actions entre les

comptes semestriels 2020 et les comptes semestriels pro-forma 2020.

7.2.5 Rapport du commissaire sur les comptes pro-forma

Le commissaire n'a pas d'intérêt important dans la Société et ce rapport a été inclus dans le Prospectus avec le consentement du commissaire aux fins du Prospectus (voyez l'Annexe 12).

7.3 Prévisions ou estimations du bénéfice

7.3.1 Général

Pour les besoins du Prospectus, la Société a établi les informations prévisionnelles ci-dessous pour les exercices 2020, 2021, 2022 et 2023. Ces prévisions sont établies compte tenu de l'agrément SIR qui entrera en vigueur au règlement-livraison de l'Offre.

Ces informations sont basées sur le portefeuille immobilier des Catégories A, B, C et D mentionnées à la Section 6.3 et tiennent compte des hypothèses reprise ci-dessous.

Les prévisions ou estimations du bénéfice ont été établies et élaborées sur une base :

- comparable aux informations financières historiques ;
- conforme aux méthodes comptables de la Société.

L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que les prévisions et estimations reprises dans la présente section constituent des déclarations prospectives. De par leur nature, les déclarations prospectives s'accompagnent de risques et d'incertitudes inhérents, tant généraux que spécifiques, et le risque existe que les prévisions et autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Les investisseurs doivent savoir qu'un certain nombre de facteurs importants pourraient avoir pour effet que les résultats actuels s'écartent substantiellement des estimations et intentions exprimés dans ces déclarations prospectives. A cet égard, il est renvoyé à la Section 3.8 du Prospectus.

7.3.2 Principales hypothèses

a. Hypothèses relatives à des facteurs sur lesquels la Société peut avoir une influence:

- Taille de l'Offre: 60 millions d'EUR pour un prix d'émission de 21,40 EUR par action
- L'Offre est souscrite intégralement et tient compte des frais y afférents dont le détail est repris à la Section 11.16.
- Le rachat de ReKoDe conformément à la Section 5.3 du Prospectus est inclus à savoir 50% en cash et 50% en nouvelles actions.
- L'agrément en tant que SIR.

Relevons que les 3 premiers points ne se réaliseront que si l'agrément SIR prévu au 4ème point est obtenu.

- Le périmètre immobilier est déterminé comme suit, toutes les hypothèses sur ce périmètre découlent de contrats signés ou d'engagements fermes ou dans une moindre mesure d'estimations réalisées par la Société :

- **Catégorie A** (cf. Section 6.3.4) : 42 sites comprenant 54 immeubles déjà en exploitation et générant des revenus locatifs ; la juste valeur de ces immeubles est de 122,5 MEUR au 31 août 2020 ;
- **Catégorie B** (cf. Section 6.3.5) : 7 projets comprenant 8 immeubles en cours de développement, dont la mise en exploitation se fera dans les trois prochaines années, d'un coût total d'investissement estimé à 36,0 MEUR.

Cette catégorie se décompose comme suit :

1. B016 Pavillon 7-9 pour un coût total d'investissement estimé à 9,3 MEUR, mise en exploitation prévue en juillet 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 4,0 MEUR
 2. B021 Antares pour un coût total d'investissement estimé à 12,0 MEUR, mise en exploitation prévue en octobre 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 3,6 millions
 3. V005 Broedershof pour un coût total d'investissement estimé à 2,4 MEUR, mise en exploitation prévue en octobre 2021, aucune valeur dans les comptes au 31 décembre 2019
 4. V023 Thomashuis Keerbergen un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2022, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 0,6 MEUR
 5. V024 Dendermondsesteenweg un coût total d'investissement estimé à 1,8 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 1,2 MEUR
 6. V026 Thomashuis Westmalle pour un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en décembre 2022, aucune valeur dans les comptes au 31 décembre 2019
 7. W003 Auflette pour un coût total d'investissement estimé à 7,8 MEUR, mise en exploitation prévue en 4 phases ; une première fin 2020 et les 3 autres dans le courant de 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 1,4 MEUR
- **Catégorie C** (cf. Section 6.3.6) : 10 projets comprenant 13 immeubles pour lesquels la Société a signé des contrats d'acquisition sous condition(s) suspensive(s). Cette catégorie représente une juste valeur estimée totale de 47,4 MEUR. Il existe un risque que l'acquisition de ces projets ne se réalise pas.

Cette catégorie se décompose comme suit :

1. B022 Middelweg pour un coût total d'investissement estimé à 20,5 MEUR, mise en exploitation prévue en avril 2023
2. B028 Pavillon 1-5, immeuble déjà en exploitation dont le coût total d'investissement est estimé à 1,7 MEUR, acquisition prévue en décembre 2020
3. V021 Thomashuis Meldert pour un coût total d'investissement estimé à 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en juillet 2021
4. V027 Borgerstein pour un coût total d'investissement estimé à 3,7 MEUR, mise en exploitation prévue en avril 2023
5. V028 Nationale pour un coût total d'investissement estimé à 3,2 MEUR, mise en exploitation prévue en juin 2022
6. V0xx Melkerij pour un coût total d'investissement estimé à 4,7 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2024

7. W002 Stembert pour un coût total d'investissement estimé à 2,5 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2021
 8. W006 Roosevelt pour un coût total d'investissement estimé à 5,0 MEUR, mise en exploitation prévue en mai 2021
 9. W007 Elmer pour un coût total d'investissement estimé à 3,1 MEUR, mise en exploitation prévue en septembre 2022
 10. W00x Coron, immeuble déjà en exploitation dont le coût total d'investissement est estimé à 1,6 MEUR, revenus locatifs à partir de la date d'achat.
- **Catégorie D** (cf. Section 6.3.7): 5 projets comprenant 12 immeubles dans lesquels la Société est en négociations avancées, représentant un total de 24,4 MEUR.
- Cette catégorie se décompose comme suit :
1. B025 Lennik 246 pour un coût total d'investissement estimé à 4,7 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2023
 2. B0xx Vander Bruggen pour un coût total d'investissement estimé à 6,6 MEUR, mise en exploitation prévue en mai 2023
 3. W005 Dragon pour un coût total d'investissement estimé à 3,6 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2023
 4. W00x Chaussée de Wavre pour un coût total d'investissement estimé à 3,6 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2024
 5. W00x Prévert pour un coût total d'investissement estimé à 4,0 MEUR, mise en exploitation prévue en septembre 2021

Il existe un risque de non-réalisation d'une ou plusieurs acquisitions de projets faisant partie du pipeline (Catégories C et D). Le cas échéant, d'autres nouveaux projets à un stade préliminaire d'étude pourraient venir les remplacer.

Il en résulte donc les variations suivantes par immeuble et par année:

Cat	Id	Nom	2020	2021	2022	2023
A	B001	Bon Pasteur	102.439			
A	B002	Sermon	6.222			
A	B003	Palais 195	13.333			
A	B004	Verboekhoven	20.444			
A	B005	Harmonie 20	(17.496)			
A	B006	Niveau 24	(19.361)			
A	B007	Niveau 26	(19.361)			
A	B008	Perle 10	(23.805)			
A	B009	Gand 4	(48.044)			
A	B010	Colonne 7	(46.309)			
A	B011	Gabrielle Petit 26	(69.356)			
A	B012	Gabrielle Petit 30	(39.176)			
A	B013	Carton De Wiart	197.073			
A	B014	Vekemans	63.111			
A	B015	Brigade Piron	18.537			
A	B017	Gbeughem	3.555			
A	B018	Domaine des Etangs	4.386.341			
A	B019	Palais 64	23.111			
A	B020	Ekla	15.907.912			
A	B026	Volral	5.854			
A	B027	Aecole Active	7.677.073			
A	B028	Pavillon 1-5	1.698.469			
A	B029	Dieleghe 95	1.195.556			
A	B030	Anderlecht 168	1.888.000			
A	V001	Den indruk	-			
A	V002	Vijfstraten	11.818			
A	V003	Tolhuis	(62.727)			
A	V004	Lindestraat Herzele	85.854			
A	V006	Corstienslei	1.012.683			
A	V008	Villa VIP Bredene	1.618.182			
A	V009	Villa VIP Herzele	10.000			
A	V010	Villa VIP Wondelgem	1.544.545			
A	V011-20	MECHELEN	487.316			
A	W001	Monument	3.556			
B	B016	Pavillon 7	3.485.779	1.742.889		
B	B021	Antares	2.923.031	5.349.204		
B	V005	Broedershof	1.480.095	911.939		
B	V023	Thomshuis Keerbergen	161.240	644.958		
B	V024	Dendermondssteenweg	599.260			
B	V026	Thomashuis Westmalle	569.518	72.671	799.385	
B	W003	Cuesme Auflette	5.023.119	1.272.662		
C	B022	Middelweg	(528.967)			20.517.482

C	V021	Thomashuis Meldert		1.390.197		
C	V028	Nationale		2.135.867	1.067.934	
C	W006	Roosevelt		4.950.800		
C	W007	Elmer			3.110.105	
D	B025	Lennik 246	907.217	1.886.604	1.886.604	
C	W002	Stembert	2.524.438			
D	W00x	Chaussée de Wavre		1.656.947	967.579	967.579
D	W00X	Drève Prévert		4.013.679		
D	B0xx	Vander Bruggen		2.393.095	3.190.793	1.063.598
D	V027	Borgstein		1.790.062	1.519.704	379.926
D	W005	Dragon				5.512.930
D	W00x	Coron	1.581.991			
C	V0xx	Melkerij (Wachtebeke)		555.000	825.950	3.303.799
Total des flux d'investissements			56.362.071	30.766.575	13.368.055	31.745.313
Total des immeubles de placement			154.452.388	185.218.963	198.587.018	230.332.331

- L'expansion du portefeuille immobilier sera financée par l'augmentation de capital et le tirage sur les lignes de crédit existantes ou nouvellement à négocier.
- Les frais généraux se décomposent principalement en 5 rubriques et ont été estimés, le cas échéant, en fonction des contrats existants et en tenant compte d'hypothèses d'indexation :
 - les ressources humaines et les frais y afférents :
Ce poste comprend entre autres les membres de la direction (CEO, CFO et COO), le personnel, les avantages aux personnels tels que les voitures de société, les chèques repas, l'assurance groupe, l'assurance hospitalisation et les frais de représentation, mais également les frais du secrétariat social, les formations et séminaires, les cotisations à des groupements professionnels. Les rémunérations et les frais directement calculés en proportion des rémunérations sont ajustés annuellement à concurrence de 5% et ce afin de tenir compte des augmentations et de l'indexation. Les autres frais sont simplement indexés à 1,25% par an. Ce poste évolue de 1,25 million d'EUR en 2020, à 1,04 million d'EUR en 2021 à 1,18 million d'EUR en 2022 et 1,24 million d'EUR en 2023. Relevons que la diminution entre les exercices 2020 et 2021 est consécutive à la disparition de divers frais que la Société ne devra plus subir dès l'exercice 2021.
 - les charges relatives aux bureaux et l'infrastructure nécessaire au fonctionnement de la Société : Ce poste comprend entre autres la location et les charges afférentes au bureau situé Avenue Hermann-Debroux 40 à 1160 Auderghem, les assurances y relatives, les aménagements de ses bureaux, le mobilier, les fournitures de bureau. Il comprend également toutes les charges relatives à l'IT que ce soit le hardware, les softwares ainsi que la téléphonie. Ses coûts sont indexés annuellement à 1,25%. Ils représentent respectivement 0,24 million d'EUR en 2020, 2021 et 2022 et 0,25 million d'EUR en 2023.

- les frais des prestataires externes : Ces frais concernent les prestations exécutées par les conseils de la Société, les apporteurs d'affaires, le Commissaire, l'expert immobilier indépendant. Ils évoluent de 0,22 million d'EUR en 2020 à 0,32 million d'EUR en 2021 à 0,34 million d'EUR en 2022 et enfin à 0,36 million d'EUR en 2023 (tenant compte d'une indexation de 1,25%).
- les frais corporate : Les frais corporate englobent les émoluments des administrateurs, l'assurance dirigeants, les frais de publication, de traductions et les frais généraux aux filiales. Ils évoluent peu et sont de 0,23 million d'EUR par an sauf en 2020 où ils s'élèvent à 0,12 million d'EUR.
- les frais récurrents liés à l'agrément SIR : Ce poste comprend toutes les charges nouvelles qui naîtront suite à l'agrément de la société comme SIR à savoir : les honoraires de la FSMA, d'Euronext, du liquidity provider, d'Euroclear et de l'auditeur interne. La taxe d'abonnement calculée sur les fonds propres de la société est également incluse ainsi qu'un poste de communication légale incluant les rapports annuels et semestriels mais également les communiqués de presse et la tenue des assemblées générales. Le poste évolue de 0,07 million d'EUR en 2020 à 0,32 million d'EUR en 2021 à 0,33 million d'EUR en 2022 puis 0,33 million d'EUR en 2023. Certains de ces frais sont adaptés à l'évolution de la capitalisation boursière de la société ou à la valeur des fonds propres de la société ou encore indexés à 1,25%.

Globalement, l'évolution est donc la suivante : 1,9 million d'EUR en 2020, 2,14 millions d'EUR en 2021, 2,32 millions d'EUR en 2022 et finalement 2,41 millions d'EUR en 2023.

Relevons également que les frais généraux de 2020 sont majorés du coût de rachat du gérant statutaire ReKoDe, pour 2,3 millions d'EUR mais également de frais non directement liés à l'augmentation de capital et ce pour 1,1 million d'EUR (correspondant aux frais repris aux Sections 4.1.1. et 11.16 à concurrence de 30 % - les 70 % étant directement déduits du poste capital des fonds propres).

- Le taux d'intérêt moyen de la dette est estimé à 1,5 %.
- Le coût interne de la gestion immobilière est estimé à 2 % des loyers.
- Les frais techniques englobent tous les frais de maintenance et d'assurance des immeubles en exploitation. Aucune hypothèse de frais d'investissement capitalisés n'a été retenue vu l'âge moyen du portefeuille immobilier.
- Les frais de gestion incluent les frais payés aux AIS et gestionnaires externes (tel que BePark) mais également les frais internes de Property Management (qui ne sont donc pas repris dans les frais généraux de la société comme le reste du personnel).
- Une hypothèse de vide locatif a, le cas échéant, été retenue sur les surfaces de bureau et les surfaces commerciales.
- Le précompte immobilier est le cas échéant refacturé aux surfaces commerciales.

b. Hypothèses relatives à des facteurs échappant à l'influence de la Société

- L'inflation est estimée à 1,25 % à partir de l'exercice 2020.
- Aucune hypothèse de croissance (ou décroissance) des valeurs immobilières ou financières n'est retenue.
- Les prévisions ne prennent pas en compte un impact complémentaire d'une crise du type Covid, la Société n'étant que très peu exposée à ce type de risque (voir Section 2.4).

7.3.3 Prévisions pour les exercices 2020, 2021, 2022 et 2023

Bilan prévisionnel en EUR	2020	2021	2022	2023
ACTIF				
I. Actifs non courants	155.150.705	185.867.701	199.186.176	230.381.911
Immeubles de placement en exploitation	124.530.899	171.859.418	181.007.461	222.055.478
Projets en cours de développement	29.921.488	13.359.545	17.579.556	8.276.853
Autres actifs non courants	698.318	648.738	599.159	49.580
II. Actifs courants	2.573.497	3.040.370	3.347.316	3.745.583
TOTAL DE L'ACTIF	157.724.202	188.908.071	202.533.493	234.127.494
PASSIF				
CAPITAUX PROPRES	148.865.707	152.438.803	153.699.653	154.999.844
Capital	143.225.145	143.225.145	143.225.145	143.225.145
Prime d'émission	4.380.623	4.380.623	4.380.623	4.380.623
Réserves	372.377	1.259.939	1.728.143	1.899.330
Résultat net de l'exercice	887.562	3.573.095	4.365.742	5.494.746
PASSIFS	8.858.495	36.469.268	48.833.840	79.127.649
I. Passifs non courants	8.267.774	35.613.890	47.804.460	77.872.502
Dettes financières non courantes	7.527.570	34.873.685	47.064.256	77.132.298
Autres passifs non courants	740.204	740.204	740.204	740.204
II. Passifs courants	590.720	855.379	1.029.379	1.255.147
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET DES PASSIFS	157.724.202	188.908.071	202.533.493	234.127.494
Actif net	148.865.707	152.438.803	153.699.653	154.999.844
Nombre d'actions	7.187.558	7.187.558	7.187.558	7.187.558
Actif net par action	20,71	21,21	21,38	21,57
Endettement	7.665.219	35.073.005	47.304.121	77.424.771
Taux d'endettement	4,86%	18,57%	23,36%	33,07%

Compte de résultat prévisionnel en EUR	2020	2021	2022	2023
Revenus locatifs net	4.540.710	6.570.592	7.895.143	9.626.736
Charges relatives à la location	-10.000	-10.000	0	0
RESULTAT LOCATIF NET	4.530.710	6.560.592	7.895.143	9.626.736
Récup de charges et de taxes	112.929	114.340	115.769	117.216
Charges locatives et taxes	-243.387	-341.101	-386.599	-401.248
RESULTAT IMMOBILIER	4.400.252	6.333.831	7.624.313	9.342.705
Frais techniques	-163.180	-232.061	-278.255	-340.867
Frais de gestion immobilière	-139.912	-211.331	-255.424	-334.246
CHARGES IMMOBILIERES	-303.092	-443.393	-533.679	-675.113
RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES	4.097.160	5.890.438	7.090.634	8.667.592
Frais généraux de la société et autres	-5.248.733	-2.144.020	-2.317.162	-2.407.057
RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE	-1.151.573	3.746.418	4.773.472	6.260.534
Variation de juste valeur et autres	1.101.000	0	0	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	-50.573	3.746.418	4.773.472	6.260.534
Charges d'intérêts nettes	-225.125	-173.323	-407.730	-765.788
Impôts et Exit Tax	1.163.260	0	0	0
RESULTAT NET	887.562	3.573.095	4.365.742	5.494.746

PRINCIPALES DONNEES PAR ACTION

Nombre moyen d'actions	4.498.607	7.187.558	7.187.558	7.187.558
RESULTAT LOCATIF NET	1,01	0,91	1,10	1,34
RESULTAT IMMOBILIER	0,98	0,88	1,06	1,30
RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES	0,91	0,82	0,99	1,21
RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE	-0,26	0,52	0,66	0,87
RESULTAT NET	0,20	0,50	0,61	0,76
RESULTAT DISTRIBUABLE	0,00	0,45	0,61	0,77
DIVIDENDE PAR ACTION	0,00	0,43	0,58	0,73
Yield (Dividende par action / Prix d'émission)		2,06%	2,78%	3,49%

MARGES

Marge d'exploitation des immeubles	90,43%	89,79%	89,81%	90,04%
Marge d'exploitation des immeubles avant résultat sur portefeuille	-25,42%	57,10%	60,46%	65,03%

Evolution du cashflow en EUR	2020	2021	2022	2023
1. Mouvements actifs immobiliers (hors juste valeur)	-56.362.071	-30.766.576	-13.368.054	-31.245.314
2. Mouvements cash opérationnel	-163.859	3.622.675	4.415.321	5.544.325
3. Mouvements de fonds de roulements	-10.707.579	-202.214	-132.946	-172.499
4. Autres mouvements (IPO Nette)	58.585.355	0	-3.104.891	-4.194.555
Cash fin de période avant financement	-6.027.570	-25.846.115	-10.690.571	-28.568.042
Financement nécessaire par an	6.027.570	25.846.115	10.690.571	28.568.042

7.3.4 *Commentaire sur les prévisions*

Les changements significatifs de la situation financière sur les exercices traités sont l'agrément en tant que SIR (et donc entre autres le changement de régime fiscal, le paiement de l'exit tax et l'obligation de distribution dividendaire), le renforcement des fonds propres liés à l'Offre et enfin la croissance du portefeuille immobilier.

Le portefeuille immobilier constitué des immeubles en exploitation et des projets de développement est en croissance sur les exercices 2020-2021-2022-2023. Le détail de ce portefeuille (localisation, valeur d'investissement, loyers passants, ...) est intégralement repris à la Section 6 du présent Prospectus. Il en résulte que la juste valeur des immeubles de placement en exploitation générant des loyers passerait de 124,5 millions d'EUR en 2020 à 222 millions d'EUR en 2023.

La croissance du portefeuille est financée par l'augmentation des fonds propres consécutive à l'Offre mais également par le tirage sur les lignes de crédit existantes. L'endettement passerait respectivement de 7,5 millions en 2020 à 34,9 millions d'EUR en 2021 à 47,1 millions d'EUR en 2022 et enfin à 77,1 millions d'EUR à l'issue de l'exercice 2023. Le taux d'endettement prévisionnel s'établit donc à 4,9% en 2020, 18,6 % en 2021, 23,4 % en 2022 et enfin 33,1 % en 2023.

Les fonds propres par action progressent également de 20,72 EUR par action en 2020 à 21,21 EUR par action en 2021 à 21,39 EUR par action en 2022 et à 21,57 EUR par action en 2023. Le nombre d'actions avant l'Offre était de 4.329.615 actions, après l'augmentation de capital, il devrait s'élever à 7.187.558 actions (sur la base des hypothèses présentées ci-dessus).

L'augmentation des immeubles de placement en exploitation permet une progression significative des revenus locatifs passant de 4,5 millions d'EUR en 2020 à 6,6 millions d'EUR en 2021, à 7,9 millions d'EUR en 2022 et enfin à 9,6 millions d'EUR en 2023.

Le résultat immobilier suit la même tendance après la prise en charge nette des charges locatives et des précomptes immobiliers passant ainsi de 4,5 millions d'EUR en 2020 à 6,6 millions d'EUR en 2021, à 7,9 millions d'EUR en 2022 et enfin 9,6 millions d'EUR en 2023.

Les charges immobilières constituées des frais techniques relatifs à l'entretien des immeubles, des coûts d'assurance des immeubles en exploitation, des frais de gestion interne (suivi de la gestion des immeubles par le Property Manager interne) et des frais de gestion externe, composés des honoraires payés aux AIS bruxelloises, progressent de 0,3 million d'EUR à 0,7 million entre les exercices 2020 et 2023. Le résultat d'exploitation des immeubles passe donc de 4,1 millions d'EUR en 2020 à 5,9 millions en 2021, à 7,1 millions d'EUR en 2022 et à 8,7 millions d'EUR en 2023.

La marge d'exploitation des immeubles qui correspond au résultat d'exploitation des immeubles rapporté au résultat locatif net reste stable sur tous les exercices à environ 90 %.

La Société ayant, pour une grande partie, déjà mis en place sa structure en vue de son agrément en tant que SIR et tablant sur une expansion de sa taille, les frais généraux de la Société - principalement liés aux frais de fonctionnement de base de la société et de ce fait peu liés à la croissance de l'activité de la société - évoluent moins vite que la croissance des loyers passant de 5,2 millions d'EUR en 2020 incluant les frais généraux mais également la moins-value sur l'opération de rachat de son gérant statutaire ReKoDe et les frais non directement liés à l'émission des nouvelles actions (frais estimés à 30% du coût de l'Offre repris aux Sections 4.1.1 et 11.16), à 2,1 millions d'EUR en 2021, à 2,3 millions d'EUR en 2022 et 2,4 millions d'EUR en 2023. Il en résulte donc une forte amélioration de la marge d'exploitation prévisionnelle de la Société, qui évolue ainsi de -25,4 % en 2020, à 57,1 % en 2021, à 60,5 % en 2022 et à 65,0 % en 2023. Les frais généraux sur l'exercice 2020 se décomposent comme suit:

- 2,3 millions d'EUR liés à la moins-value sur le rachat des actions de ReKoDe,
- 1,1 million d'EUR lié à la prise en charge de 30% des frais de transactions décrits à la Section 11.16,
- 1,3 million d'EUR lié aux ressources humaines et aux frais y afférents,
- 0,2 million d'EUR qui concernent les charges relatives au bureau et l'infrastructure nécessaire au fonctionnement,
- 0,2 million d'EUR relatifs aux frais des prestataires externes,
- 0,1 million d'EUR de frais corporate,
- 0,1 million d'EUR de frais récurrents liés à l'agrément SIR.

Les variations de juste valeur sont de 1,1 million d'EUR en 2020 et proviennent des variations de juste valeur déjà enregistrées au 31 août. Aucune hypothèse de variation de juste valeur n'est retenue pour les exercices suivants.

La charge d'intérêts correspond aux intérêts supportés par Inclusio dans le cadre de son financement bancaire et évolue de 0,2 million d'EUR en 2020 à 0,8 million d'EUR en 2023. Elle diminue sur l'exercice 2021 par rapport à 2020 suite à la levée des fonds lors de l'introduction en bourse, levée qui viendra diminuer l'endettement bancaire et par conséquent la charge d'intérêt liée à cet endettement.

Les impôts et l'exit tax qui sera supportée lors du changement de régime fiscal lors de l'agrément SIR sont évalués à 1,2 million d'EUR (montant positif). L'exit tax est estimée précisément à - 408.377 EUR tandis que l'impôt des sociétés est évalué à 1,6 million EUR et correspond à l'actif d'impôts différés des sociétés DV City, Dupimmo et Inclusio Vandenneuvel, fusionnées avec Inclusio en juillet 2020. Inclusio dispose en effet de pertes fiscales reportées qu'elle peut utiliser dans le calcul de la base taxable pour la détermination de l'exit tax. L'existence de ces pertes fiscales reportées explique que dans la mesure où les fusions des trois filiales avec Inclusio SA ont été réalisées, une diminution des dettes d'Exit tax est comptabilisé afin de reconnaître l'effet fiscal des pertes fiscales reportées qu'elle pourra utiliser dans le calcul de la base taxable pour la détermination de l'exit tax relative aux immeubles acquis dans le cadre de la fusion. L'impact net est la reconnaissance en compte de résultats dans la ligne Impôts d'un produit d'impôt différé.

Le résultat net évolue donc comme suit 0,9 million d'EUR en 2020 à 3,6 millions d'EUR en 2021, à 4,4 millions d'EUR en 2022 et à 5,5 millions d'EUR en 2023.

Le résultat distribuable par action (calculé sur base statutaire) évolue quant à lui de 0,00 EUR pour l'exercice 2020, à 0,45 EUR pour l'exercice 2021, à 0,61 EUR pour l'exercice 2022 et à 0,77 EUR pour l'exercice 2023. La Société a retenu une hypothèse de 95 % de distribution (dividendes) du résultat distribuable statutaire.

La Société ne réalise aucune activité en matière de recherche et développement.

7.4 Budget minimal visé par l'article 23 de la Loi SIR

Dans le cadre de l'obtention de son agrément SIR, Inclusio a établi un budget d'investissement minimal au sens visé par la Législation SIR. Ce budget d'investissement, qui figure dans le dossier d'agrément, est résumé ci-après. Il diffère des prévisions présentées à la Section 7.3 par l'absence d'investissement dans la Catégorie D évoquée à la Section 6.

7.4.1 Principales hypothèses

a. Hypothèses relatives à des facteurs sur lesquels la Société peut avoir une influence

- Taille de l'Offre de 60 millions d'EUR pour un prix d'émission de 21,40 EUR par action.
- L'Offre est souscrite intégralement et tient compte des frais y afférents dont le détail est repris à la Section 11.16.
- Le rachat de ReKoDe conformément à la Section 5.3 est inclus à savoir 50% en cash et 50% en nouvelles actions.
- L'agrément en tant que SIR.

Relevons que les 3 premiers points ne se réaliseront que si l'agrément SIR prévu au 4ème point est obtenu.

- Le périmètre immobilier est déterminé comme suit ; toutes les hypothèses sur ce périmètre découlent de contrats signés ou d'engagements fermes ou dans une moindre mesure d'estimations réalisées par la Société :

- **Catégorie A** (cf. Section 6.3.4): 42 immeubles déjà en exploitation et générant des revenus locatifs, d'une juste valeur de 122,5 MEUR. Ces immeubles sont plus amplement décrits à la Section 6.
- **Catégorie B** (cf. Section 6.3.5): 7 projets en cours de développement, dont la mise en exploitation se fera dans les trois prochaines années, d'une juste valeur estimée en fin de chantier de 36 MEUR.

Cette catégorie se décompose comme suit :

1. B016 Pavillon 7-9 pour une valeur totale en fin de chantier de 9,3 MEUR, mise en exploitation prévue en juillet 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 4,0 MEUR
2. B021 Antares pour une valeur totale en fin de chantier de 12,0 MEUR, mise en exploitation prévue en octobre 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 3,6 MEUR
3. V005 Broedershof pour une valeur totale en fin de chantier de 2,4 MEUR, mise en exploitation prévue en octobre 2021, aucune valeur dans les comptes au 31 décembre 2019
4. V023 Thomashuis Keerbergen pour une valeur totale en fin de chantier de 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2022, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 0,6 MEUR
5. V024 Dendermondsesteenweg pour une valeur totale en fin de chantier de 1,8 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 1,2 MEUR

- 6. V026 Thomashuis Westmalle pour une valeur totale en fin de chantier de 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en décembre 2022, aucune valeur dans les comptes au 31 décembre 2019
 - 7. W003 Auflette pour une valeur totale en fin de chantier de 7,8 MEUR, mise en exploitation prévue en 4 phases ; une première fin 2020 et les 3 autres dans le courant de 2021, valeur déjà dans les comptes au 31 décembre 2019 : 1,4 MEUR
- **Catégorie C** (cf. Section 6.3.6) : 10 immeubles ou dossiers pour lesquels la Société a signé des contrats d'acquisition sous condition(s) suspensive(s). Cette Catégorie représente une juste valeur estimée totale de 47,4 MEUR.
- Cette catégorie se décompose comme suit :
- 1. B022 Middelweg pour une valeur totale en fin de chantier de 20,5 MEUR, mise en exploitation prévue en avril 2023
 - 2. B028 Pavillon 1-5, immeuble déjà en exploitation dont la valeur d'acquisition est de 1,7 MEUR, acquisition prévue en décembre 2020
 - 3. V021 Thomashuis Meldert pour une valeur totale en fin de chantier de 1,4 MEUR, mise en exploitation prévue en juillet 2021
 - 4. V027 Borgerstein pour une valeur totale en fin de chantier de 3,7 MEUR, mise en exploitation prévue en avril 2023
 - 5. V028 Nationale pour une valeur totale en fin de chantier de 3,2 MEUR, mise en exploitation prévue en juin 2022
 - 6. V0xx Melkerij pour une valeur totale en fin de chantier de 4,7 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2024
 - 7. W002 Stembert pour une valeur totale en fin de chantier de 2,5 MEUR, mise en exploitation prévue en janvier 2021
 - 8. W006 Roosevelt pour une valeur totale en fin de chantier de 5,0 MEUR, mise en exploitation prévue en mai 2021
 - 9. W007 Elmer pour une valeur totale en fin de chantier de 3,1 MEUR, mise en exploitation prévue en septembre 2022
 - 10. W00x Coron pour une valeur totale de 1,6 MEUR, revenus locatifs à partir de la date d'achat.
- L'expansion du portefeuille immobilier sera financée par l'augmentation de capital et le tirage sur les lignes de crédit existantes ou le renouvellement de lignes à négocier.

- Les frais généraux se décomposent principalement en 5 rubriques et ont été estimés, le cas échéant, en fonction des contrats existants et en tenant compte d'hypothèses d'indexation :
 - les ressources humaines et les frais y afférents : Ce poste comprend entre autres les membres de la direction (CEO, CFO et COO), le personnel, les avantages aux personnels tels que les voitures de société, les chèques repas, l'assurance groupe, l'assurance hospitalisation, les frais de représentation. Mais également les frais du secrétariat social, les formations et séminaires, les cotisations à des groupements professionnels. Les rémunérations et les frais directement calculés en proportion des rémunérations sont ajustés annuellement à concurrence de 5% et ce afin de tenir compte des augmentations et de l'indexation. Les autres frais sont simplement indexés à 1,25% par an. Ce poste évolue de 1,25 million d'EUR en 2020, à 1,04 million d'EUR en 2021, à 1,18 millions d'EUR en 2022 et 1,24 million d'EUR en 2023. Relevons que la diminution entre les exercices 2020 et 2021 est consécutive à la disparition de divers frais que la Société n'encourra plus dès l'exercice 2021.
 - les charges relatives au bureau et l'infrastructure nécessaire au fonctionnement de la Société : Ce poste comprend entre autres la location et les charges afférentes au bureau situé Avenue Hermann-Debroux 40 à 1160 Auderghem, les assurances y relatives, les aménagements de ses bureaux, le mobilier, les fournitures de bureau. Il comprend également toutes les charges relatives à l'IT que ce soit le hardware, les logiciels ainsi que la téléphonie. Ses coûts sont indexés annuellement à 1,25%. Ils représentent respectivement 0,24 million d'EUR en 2020, 2021 et 2022 et 0,25 million d'EUR en 2023.
 - les frais des prestataires externes : Ces frais concernent les prestations exécutées par les conseils de la Société, les apporteurs d'affaires, le Commissaire, l'expert immobilier indépendant. Ils évoluent de 0,22 million d'EUR en 2020 à 0,32 million d'EUR en 2021 à 0,34 million d'EUR en 2022 et enfin à 0,36 million d'EUR en 2023 (tenant compte d'une indexation de 1,25%).
 - les frais corporate : Les frais corporate englobent les émoluments des administrateurs, l'assurance dirigeant, les frais de publication et traductions et les frais généraux aux filiales. Ils évoluent peu et sont de 0,23 million d'EUR par an sauf en 2020 où ils s'élèvent à 0,12 million d'EUR.
 - les frais récurrents liés à l'agrément SIR : Ce poste comprend toutes les charges nouvelles qui naîtront suite à l'agrément de la Société comme SIR à savoir : les honoraires de la FSMA, d'Euronext, du liquidity provider, d'Euroclear et de l'auditeur interne. La taxe d'abonnement calculée sur les fonds propres de la Société est également incluse ainsi qu'un poste de communication légale incluant les rapports annuels et semestriels mais également les communiqués de presse et la tenue des assemblées générales. Le poste évolue de 0,07 million d'EUR en 2020 à 0,32 million d'EUR en 2021 à 0,33 million d'EUR en 2022 puis 0,33 million d'EUR en 2023. Certains de ces frais sont adaptés à l'évolution de la capitalisation boursière de la Société ou à la valeur des fonds propres de la Société ou encore indexés à 1,25 %.

Globalement, l'évolution est donc la suivante : 1,9 million d'EUR en 2020, 2,14 millions d'EUR en 2021, 2,32 millions d'EUR en 2022 et finalement 2,41 millions d'EUR en 2023.

Relevons également que les frais généraux de 2020 sont majorés du coût de rachat du gérant statutaire ReKoDe, pour 2,3 millions d'EUR mais également de frais non directement liés à l'augmentation de capital et ce pour 1,1 million d'EUR (correspondant aux frais repris aux Sections 4.1.1 et 11.16 à concurrence de 30 % - les 70 % étant directement déduit du poste capital des fonds propres).

- Le taux d'intérêt moyen de la dette est estimé à 1,5 %.
 - Le coût interne de la gestion immobilière est estimé à 2 % des loyers.
 - Les frais techniques englobent tous les frais de maintenance et d'assurance des immeubles en exploitation. Aucune hypothèse de frais d'investissement capitalisés n'a été retenue vu l'âge moyen du portefeuille immobilier.
 - Les frais de gestion incluent les frais payés aux AIS et aux gestionnaires externes (tel que BePark) mais également les frais internes de Property Management (qui ne sont donc pas repris dans les frais généraux de la Société comme le reste du personnel).
 - Une hypothèse de vide locatif a, le cas échéant, été retenue sur les surfaces de bureau et les surfaces commerciales.
 - Le précompte immobilier est le cas échéant refacturé aux surfaces commerciales.
- b. Hypothèses relatives à des facteurs échappant à l'influence de la Société
- L'inflation est estimée à 1,25 % à partir de l'exercice 2020.
 - Aucune hypothèse de croissance (ou décroissance) des valeurs immobilières ou financières n'est retenue.
 - Les prévisions ne prennent pas en compte un impact supplémentaire d'une crise de type Covid, la Société n'étant que très peu exposée à ce type de risque (voir Section 2.4).

7.4.2 Budget minimal

Bilan - budget minimal en EUR	2020	2021	2022	2023
ACTIF				
I. Actifs non courants	154.243.488	175.010.159	182.283.658	205.935.286
Immeubles de placement en exploitation	124.530.899	167.845.739	176.993.782	201.200.957
Projets en cours de développement	29.014.271	6.515.682	4.690.717	4.684.749
Autres actifs non courants	698.318	648.738	599.159	49.580
II. Actifs courants	2.573.497	3.027.832	3.309.232	3.562.070
TOTAL DE L'ACTIF	156.816.985	178.037.991	185.592.890	209.497.356
PASSIF				
CAPITAUX PROPRES	148.865.707	152.417.448	153.608.052	154.438.181
Capital	143.225.145	143.225.145	143.225.145	143.225.145
Prime d'émission	4.380.623	4.380.623	4.380.623	4.380.623
Réserves	372.377	1.259.939	1.727.075	1.893.735
Résultat net de l'exercice	887.562	3.551.741	4.275.208	4.938.677
PASSIFS	7.951.278	25.620.543	31.984.838	55.059.175
I. Passifs non courants	7.360.557	24.772.271	30.977.048	53.908.057
Dettes financières non courantes	6.620.353	24.032.067	30.236.843	53.167.852
Autres passifs non courants	740.204	740.204	740.204	740.204
II. Passifs courants	590.720	848.271	1.007.790	1.151.118
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET DES PASSIFS	156.816.985	178.037.991	185.592.890	209.497.356
Actif net	148.865.707	152.417.448	153.608.052	154.438.181
Nombre d'actions	7.187.558	7.187.558	7.187.558	7.187.558
Actif net par action	20,71	21,21	21,37	21,49
Endettement	6.758.002	24.229.730	30.471.678	53.436.085
Taux d'endettement	4,31%	13,61%	16,42%	25,51%
Compte de résultat - budget minimal en EUR	2020	2021	2022	2023
Revenus locatifs nets	4.540.710	6.516.079	7.729.559	8.828.855
Charges relatives à la location	-10.000	-10.000	0	0
RESULTAT LOCATIF NET	4.530.710	6.506.079	7.729.559	8.828.855
Récup de charges et de taxes	112.929	114.340	115.769	117.216
Charges locatives et taxes	-243.387	-341.101	-380.745	-395.321
RESULTAT IMMOBILIER	4.400.252	6.279.318	7.464.584	8.550.750
Frais techniques	-163.180	-230.029	-272.108	-311.831
Frais de gestion immobilière	-139.912	-210.241	-252.113	-310.671
CHARGES IMMOBILIERES	-303.092	-440.271	-524.221	-622.502
RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES	4.097.160	5.839.047	6.940.363	7.928.249
Frais généraux de la société et autres	-5.248.733	-2.144.020	-2.317.162	-2.407.057
RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE	-1.151.573	3.695.027	4.623.200	5.521.191
Variation de juste valeur et autres	1.101.000	0	0	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	-50.573	3.695.027	4.623.200	5.521.191
Charges d'intérêts nettes	-225.125	-143.286	-347.992	-582.514
Impôts et Exit Tax	1.163.260	0	0	0
RESULTAT NET	887.562	3.551.741	4.275.208	4.938.677

PRINCIPALES DONNEES PAR ACTION

Nombre moyen d'actions	4.567.777	7.187.558	7.187.558	7.187.558
RESULTAT LOCATIF NET	1,01	0,91	1,08	1,23
RESULTAT IMMOBILIER	0,98	0,87	1,04	1,19
RESULTAT D'EXPLOITATION DES IMMEUBLES	0,91	0,81	0,97	1,10
RESULTAT D'EXPLOITATION AVANT RESULTAT SUR PORTEFEUILLE	-0,26	0,51	0,64	0,77
RESULTAT NET	0,20	0,49	0,59	0,69
RESULTAT DISTRIBUABLE	0,00	0,45	0,60	0,69
DIVIDENDE PAR ACTION	0,00	0,43	0,57	0,66
Yield (Dividende par action / Prix d'émission)		2,04%	2,72%	3,14%

MARGES

Marge d'exploitation des immeubles	90,43%	89,75%	89,79%	89,80%
Marge d'exploitation des immeubles avant résultat sur portefeuille	-25,42%	56,79%	59,81%	62,54%

Evolution du cashflow - budget minimal en EUR

	2020	2021	2022	2023
1. Mouvements actifs immobiliers	-52.834.382	-20.816.250	-7.323.078	-23.701.207
2. Mouvements cash opérationnel	-163.859	3.601.320	4.324.787	4.988.256
3. Mouvements de fonds de roulements	-13.328.051	-196.784	-121.881	-109.510
4. Autres mouvements	58.585.355	0	-3.084.604	-4.108.548
Cash fin de période avant financement	-5.120.353	-15.911.714	-4.704.777	-21.431.009
Financement nécessaire par an	5.120.353	15.911.714	4.704.777	21.431.009
Financement nécessaire cumulé		15.911.714	20.616.490	42.047.500

Au total, le budget d'investissement minimal (cumulé sur 3 ans) visé par la Législation SIR s'élève donc à 42.047.500 EUR.

A cet égard, conformément à la Loi SIR, les futurs Promoteurs de la SIRP se portent fort de ce que les conditions d'émission de toute augmentation de capital effectuée au moyen d'une offre publique dans les trois ans qui suivent la date d'agrément, prévoient expressément que l'augmentation de capital n'est pas réalisée et que le montant des souscriptions est remboursé aux souscripteurs, si le montant du capital déjà souscrit, augmenté du montant global des souscriptions réunies après la clôture de la période de souscription, est inférieur au montant des fonds propres prévus par le budget minimal précisé dans le dossier d'agrément. Les Promoteurs s'engagent également à rembourser aux souscripteurs, dans le cas visé à la phrase précédente, les commissions et courtages que ceux-ci ont éventuellement payés en raison de la souscription. Voyez également la Section 8.12 (Promoteurs).

7.4.3 Commentaires sur le budget minimum

Le portefeuille immobilier repris dans le budget minimum est constitué des immeubles en exploitation et des projets de développement repris dans les Catégories A, B et C. Il est en croissance sur les exercices 2020-2021-2022-2023. Le détail de ce portefeuille (localisation, valeur d'investissement, loyers passants, etc.) est intégralement repris à la Section 6 du présent Prospectus. Il en résulte que les immeubles de placement en exploitation générant des loyers passent de 124,5 millions d'EUR en 2020 à 201,2 millions d'EUR en 2023.

La croissance du portefeuille est financée par l'augmentation des fonds propres consécutive à l'augmentation de capital opérée en 2020 dans le cadre de l'Offre, mais également par le tirage sur les lignes de crédit existantes. L'endettement passe respectivement de 6,6 millions d'EUR en 2020 à 24,0 millions d'EUR en 2021, à 30,2 millions d'EUR en 2022 et enfin à 53,2 millions d'EUR à l'issue de l'exercice 2023. Sur la base du budget minimum le taux d'endettement s'établit donc à 4,3% en 2020, 13,6% en 2021, 16,4% en 2022 et enfin 25,5% en 2023.

Le nombre d'actions avant l'Offre était de 4.329.615 actions ; au terme de l'Offre et après l'émission des Actions Vendeurs, il devrait s'élever à 7.187.558 actions (sur la base des hypothèses présentées ci-dessus).

La croissance des immeubles de placement en exploitation permet une progression significative des revenus locatifs passant de 4,5 millions d'EUR en 2020 à 6,5 millions d'EUR en 2021, à 7,7 millions d'EUR en 2022 et enfin 8,8 millions d'EUR en 2023.

Le résultat immobilier suit la même tendance après la prise en charge nette des charges locatives et des précomptes immobiliers.

Les charges immobilières constituées des frais techniques, des coûts d'assurance, des frais de gestion interne et des frais de gestion externe progressent de 0,3 million d'EUR à 0,7 million entre les exercices 2020 et 2023. Le résultat d'exploitation des immeubles passe donc de 4,1 millions d'EUR en 2020 à 5,8 millions en 2021, à 6,9 millions d'EUR en 2022 et à 7,9 millions d'EUR en 2023.

La marge d'exploitation des immeubles qui correspond au résultat d'exploitation des immeubles rapporté au résultat locatif net reste stable à environ 90%.

La Société ayant, pour une grande partie, déjà mis en place sa structure principale en vue de son agrément en tant que SIR et tablant sur une expansion de sa taille, les frais généraux de la Société, principalement liés aux frais de fonctionnement de base de la Société et de ce fait peu liés à la croissance de l'activité de la Société, évoluent moins vite que la croissance des loyers. Ils passent ainsi de 5,2 millions d'EUR en 2020 incluant les frais généraux mais également la moins-value sur l'opération de rachat de son gérant statutaire ReKoDe et les frais non directement liés à l'émission des nouvelles actions (frais estimés à 30% du coût de l'Offre repris à la Section 4.1.1), à 2,1 millions d'EUR en 2021, à 2,3 millions d'EUR en 2022 et 2,4 millions d'EUR en 2023. Les frais généraux sur l'exercice 2020 se décomposent comme suit:

- 2,3 millions d'EUR liés à la moins-value sur le rachat des parts de ReKoDe,
- 1,1 million d'EUR lié à la prise en charge de 30% des frais de transactions décrits à la Section 11.16,
- 1,3 million d'EUR lié aux ressources humaines et les frais y afférents,
- 0,2 million d'EUR qui concernent les charges relatives au bureau et l'infrastructure nécessaire au fonctionnement,
- 0,2 million d'EUR relatifs aux frais des prestataires externes,

- 0,1 million d'EUR de frais corporate,
- 0,1 million d'EUR de frais récurrents liés à l'agrément SIR.

Il en résulte donc une forte amélioration de la marge d'exploitation de la Société, qui passe ainsi de -25,4% en 2020 à 56,8% en 2021, à 59,8% en 2020, et à 62,5% en 2023.

Les variations de juste valeur sont de 1,1 million d'EUR en 2020 et proviennent des variations de juste valeur déjà enregistrées au 31 août 2020. Aucune hypothèse de variation de juste valeur n'est retenue pour les exercices suivants.

La charge d'intérêts correspond aux intérêts supportés par Inclusio dans le cadre de son financement bancaire et évolue de 0,2 million d'EUR en 2020 à 0,6 million d'EUR en 2023. Elle diminue sur l'exercice 2021 par rapport à 2020 suite à la levée des fonds lors de l'introduction en bourse, levée qui viendra diminuer l'endettement bancaire et par conséquent la charge d'intérêt liée à cet endettement (voir ci-dessus Section 4.1).

Les impôts et l'exit tax qui sera supportée lors du changement de régime fiscal lors de l'agrément SIR sont évalués à 1,2 million d'EUR (montant positif). L'exit tax est estimée précisément à - 408.377 EUR tandis que l'impôt des sociétés est évalué à 1,6 million EUR et correspond à l'actif d'impôts différés des sociétés DV City, Dupimmo et Inclusio Vandenheuvel, fusionnées avec Inclusio en juillet 2020. Inclusio dispose en effet de pertes fiscales reportées qu'elle peut utiliser dans le calcul de la base taxable pour la détermination de l'exit tax. L'existence de ces pertes fiscales reportées explique que dans la mesure où les fusions des trois filiales avec Inclusio SA ont été réalisées, une diminution des dettes d'Exit tax est comptabilisé afin de reconnaître l'effet fiscal des pertes fiscales reportées qu'elle pourra utiliser dans le calcul de la base taxable pour la détermination de l'exit tax relative aux immeubles acquis dans le cadre de la fusion. L'impact net est la reconnaissance en compte de résultats dans la ligne Impôts d'un produit d'impôt différé.

Le résultat net passe donc de 0,9 million d'EUR en 2020 à 3,6 millions d'EUR en 2021, à 4,3 millions d'EUR en 2022 et 4,9 millions d'EUR en 2023.

Le résultat distribuable par action (calculé sur base statutaire) évolue quant à lui de 0,00 EUR en 2020, à 0,45 EUR en 2021, à 0,60 EUR en 2022 et à 0,69 EUR en 2023. La Société a retenu une hypothèse de 95 % de distribution (dividendes) du résultat distribuable statutaire.

7.5 Information supplémentaire sur les frais liés à l'augmentation de capital et de l'impact du rachat de ReKoDe

Conformément aux règles IFRS, les frais, honoraires et commissions qui sont directement et exclusivement liés à l'augmentation de capital seront portés directement en diminution des fonds propres. Le rachat des actions de ReKoDe qui sera réalisé immédiatement après la clôture de l'Offre, entraînera quant à lui une moins-value (voir Section 5.3) qui sera comptabilisée en compte de résultats.

Quant aux autres frais non directement liés à l'augmentation de capital, ils seront pris en charge dans le compte de résultat statutaire de la Société. Il en résultera un résultat positif ou négatif négligeable pour l'exercice 2020. Après l'assemblée générale ordinaire approuvant les comptes 2020 et l'affectation de la perte au Fonds Propres, le Conseil d'Administration proposera le cas échéant, à une assemblée générale des actionnaires à tenir au premier semestre 2021, d'apurer cette éventuelle perte reportée par une réduction du capital. Cette opération devrait permettre à la Société de distribuer un dividende pour l'exercice 2021 (à payer en 2022), sans avoir à subir les contraintes de l'article 7:212 du CSA.

L'ensemble des frais ainsi que la moins-value sur le prix d'achat de ReKoDe viendront donc impacter les fonds propres de la Société au 31 décembre 2020.

7.6 Indicateurs alternatifs de performance

Les indicateurs suivants sont utilisés dans le présent Prospectus et sont décrits comme suit:

- Marge d'exploitation des immeubles: Cette marge est définie comme étant le résultat obtenu par la division de la ligne "Résultat d'exploitation des immeubles" par la ligne "Résultat locatif net"; ces deux lignes étant reprises dans le compte de résultat prévu à l'Arrêté Royal SIR.

Objectif: La marge d'exploitation des immeubles permet d'évaluer la performance opérationnelle de la Société sur ses immeubles de placement en exploitation.

Réconciliation

Année 2017	Année 2018	Année 2019	Semestre 30/06/2020	8 mois 31/08/2020			
91,99%	93,94%	90,54%	86,09%	87,06%			
Bilan prévisionnel 2020	Bilan prévisionnel 2021	Bilan prévisionnel 2022	Bilan prévisionnel 2023	Budget minimum 2020	Budget minimum 2021	Budget minimum 2022	Budget minimum 2023
90,43%	89,79%	89,81%	90,04%	90,43%	89,75%	89,79%	89,80%

- Marge d'exploitation des immeubles avant résultat sur immeubles: Cette marge est définie comme étant le résultat obtenu par la division de la ligne "Résultat d'exploitation des immeubles avant résultat sur portefeuille" par la ligne "Résultat locatif net"; ces deux lignes étant reprises dans le compte de résultat prévu à l'Arrêté Royal SIR.

Objectif: La marge d'exploitation des immeubles permet d'évaluer la performance opérationnelle de la Société sur ses immeubles de placement en exploitation en ce inclus les frais généraux de la Société.

Réconciliation

Année 2017	Année 2018	Année 2019	Semestre 30/06/2020	8 mois 31/08/2020			
-24,20%	3,62%	4,64%	40,17%	43,74%			
Bilan prévisionnel 2020	Bilan prévisionnel 2021	Bilan prévisionnel 2022	Bilan prévisionnel 2023	Budget minimum 2020	Budget minimum 2021	Budget minimum 2022	Budget minimum 2023
-24,52%	57,10%	60,46%	65,03%	-24,52%	56,79%	59,81%	62,54%

- Endettement: L'endettement est calculé conformément à l'Arrêté Royal SIR. L'endettement comprend toutes les rubriques du « Passif » figurant au bilan consolidé ou statutaire, selon le cas, à l'exception des postes :

« I. Passifs non courants - A Provisions »,

« I. Passifs non courants - C. Autres passifs financiers non courants - Instruments de couverture autorisés »,

« I. Passifs non courants - F. Passifs d'impôts différés »,

« II. Passifs courants - A. Provisions »,

« II. Passifs courants - C. Autres passifs financiers courants - Instruments de couverture autorisés »

et « II. Passifs courants - F. Comptes de régularisation »,

tels que prévus dans les schémas annexés à l'AR SIR.

Objectif: L'endettement est un indicateur repris dans l'Arrêté Royal SIR qui comporte spécifiquement la méthode de calcul. Il permet de comparer les autres acteurs du secteur.

Réconciliation

Année 2017	Année 2018	Année 2019	Semestre 30/06/2020	8 mois 31/08/2020			
866.602€	1.309.446€	15.249.888€	43.350.705	54.816.182€			
Bilan prévisionnel 2020	Bilan prévisionnel 2021	Bilan prévisionnel 2022	Bilan prévisionnel 2023	Budget minimum 2020	Budget minimum 2021	Budget minimum 2022	Budget minimum 2023
7.624.631€	35.032.454€	47.263.572€	77.384.224€	6.717.401€	24.189.166€	30.431.116€	53.395.525€

- Taux d'endettement: Le taux d'endettement est défini comme étant le résultat obtenu par la division entre l'Endettement repris ci-dessus et le total bilantaire.

Objectif: Le taux d'endettement est directement lié à l'endettement repris ci-dessus. Il permet à la Société de se comparer aux autres acteurs du marché des SIR.

Réconciliation

Année 2017	Année 2018	Année 2019	Semestre 30/06/2020	8 mois 31/08/2020			
1,53%	2,28%	14,44%	31,89%	37,07%			
Bilan prévisionnel 2020	Bilan prévisionnel 2021	Bilan prévisionnel 2022	Bilan prévisionnel 2023	Budget minimum 2020	Budget minimum 2021	Budget minimum 2022	Budget minimum 2023
4,83%	18,54%	23,34%	33,05%	4,28%	13,59%	16,40%	25,49%

- Valeur nette d'inventaire par action: La Valeur nette d'inventaire (ou NAV) est définie comme étant le résultat obtenu par la division entre le total des fonds propres et le nombre total d'actions en circulation.

Objectif: La Valeur Nette d'inventaire permet à la Société de déterminer la valeur de ses fonds propres par action et ainsi fournir aux investisseurs une indication précise de la valeur de la Société qui peut être comparée à la valeur boursière.

Réconciliation

Année 2017	Année 2018	Année 2019	Semestre 30/06/2020	8 mois 31/08/2020			
20,20€	20,31€	20,65€	21,31€	21,43€			
Bilan prévisionnel 2020	Bilan prévisionnel 2021	Bilan prévisionnel 2022	Bilan prévisionnel 2023	Budget minimum 2020	Budget minimum 2021	Budget minimum 2022	Budget minimum 2023
20,72€	21,21€	21,39€	21,57€	20,72€	21,21€	21,38€	21,49€

8 GOUVERNANCE ET ORGANISATION

8.1 Général

La Société est une société anonyme actuellement dirigée par un Administrateur Unique (ReKoDe SA). A l'issue du règlement-livraison de l'Offre et de l'acquisition des actions de ReKoDe SA par la Société à la Date de Clôture (voir Section 5.3), l'Administrateur Unique sera remplacé par un conseil d'administration. Ceci résulte d'une décision de l'assemblée générale de la Société du 29 octobre 2020, qui a opté pour la conversion de la Société vers un système de gouvernance de type « moniste » (c'est-à-dire dirigée par un conseil d'administration) une fois l'introduction en bourse réalisée. Juste après la conversion de la Société en société anonyme à gouvernance moniste, l'agrément de la Société en tant que SIRP entrera en vigueur.

Les membres du conseil d'administration actuel de ReKoDe SA seront membres du Conseil d'Administration de la Société, étant entendu que la durée des mandats des administrateurs de ReKoDe se poursuit lorsqu'ils entreront en fonction au sein du Conseil d'Administration de la Société; il n'y a donc pas de changement au niveau de l'identité des administrateurs qui - en fin de compte - dirigent la Société (hormis Julien Dessart et Bart De Zutter qui n'étaient pas membre du conseil d'administration de ReKoDe).

Cette Section 8 (*Gouvernance et Organisation*) détaille la gouvernance et l'organisation de la Société à la suite du règlement-livraison de l'Offre, conformément aux Statuts approuvés par l'assemblée générale extraordinaire du 29 octobre 2020 sous la condition suspensive du règlement-livraison (sans effet rétroactif) de l'Offre et la Charte approuvée par la Société le 23 novembre 2020.

8.2 Conseil d'Administration

8.2.1 Composition

Le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») est composé de 9 membres dont trois femmes. Le Conseil d'Administration compte 3 administrateurs indépendants et 6 administrateurs non-exécutifs. La composition du Conseil d'Administration est reprise dans le tableau ci-dessous :

Nom	Fonction	Administrateur depuis	Échéance du mandat	Nombre de mandats (en ce compris le mandat en cours) et début de mandat initial	Appartenance à un comité du Conseil d'Administration	Domaines de compétence/d'expertise
André Bosmans	Président et administrateur indépendant	De ReKoDe : AGO ³⁶ du 15 mai 2019 D'Inclusio : AGE ³⁷ du 29 octobre 2020	AGO de mai 2023	Nombre : 3 ⁽¹⁾ Début : 20/05/2015	Comité d'audit et de gestion des risques Comité de nomination et de rémunération Comité d'investissement	Administration d'une société immobilière cotée, immobilier, corporate governance

³⁶ Assemblée générale ordinaire des actionnaires (« AGO »).

³⁷ Assemblée générale extraordinaire des actionnaires (« AGE »).

Sandrine Nelissen Grade	Administrateur indépendant	De ReKoDe : AGO du 15 mai 2019 D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2023	Nombre : 2 Début : 21/09/2016	Comité de nomination et de rémunération	Communication, membre de la direction d'une entreprise publique, contacts avec le milieu des affaires et les milieux politiques
Marianne Wagner	Administrateur indépendant	De ReKoDe : AGO du 20 mai 2020 D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2024	Nombre : 1 Début : 20/05/2020	Comité de nomination et de rémunération	Secteur de la santé, direction d'ASBL, secteur de la philanthropie
Christophe Demain	Administrateur non exécutif, représentant de Belfius Insurance ³⁸	De ReKoDe : AGO du 15 mai 2019 D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2022	Nombre : 2 Début : 20/05/2015		Placements, immobilier et assurances, administration d'une SIR
François de Borchgrave	Administrateur non exécutif, représentant de KOIS, promoteur	De ReKoDe : AGO du 20 mai 2020 D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2024	Nombre : 3 Début : 19/12/2014	Comité d'investissement	Immobilier, activités d'impact social au niveau international, fundraising
Julien Dessart	Administrateur non exécutif représentant de Integrale	D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2024	Nombre : 1	Comité d'audit et de gestion des risques	Direction financière, placements, assurances
Bart De Zutter	Administrateur non exécutif, représentant de Re-Vive, promoteur	D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2024	Nombre : 1	Comité de nomination et de rémunération	Promotion immobilière, gestion de fonds immobiliers, droit immobilier
Matthieu de Posch	Administrateur non exécutif représentant du FIF-FSI	De ReKoDe : AGO du 15 mai 2019 D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2022	Nombre : 1 Début : 15/05/2019		Investissements immobiliers, Impact social, contacts avec les pouvoirs publics
Adeline Simont	Administrateur non exécutif représentant de Imofig, promoteur	De ReKoDe : AGE du 20 décembre 2018 D'Inclusio : AGE du 29 octobre 2020	AGO de mai 2023	Nombre : 1 Début : 20/12/2018	Comité d'audit et de gestion des risques	Administration d'une SIR cotée, immobilier, opérations de marché

(1) En ce compris le premier mandat, exercé pendant quelques mois, par la SRL André Bosmans Management entre le 20 mai 2015 et le 6 janvier 2016.

Le Conseil d'Administration se réunit au moins quatre fois par an et autant de fois que nécessaire.

Pour le calcul du nombre de mandats, il est convenu que la transformation en société anonyme de type moniste n'a pas d'effet, c'est-à-dire que les mandats d'administrateur de ReKoDe seront pris en compte et que la désignation en tant qu'administrateur lors de la transformation d'Inclusio ne constitue pas un mandat supplémentaire. De ce fait, le mandat d'administrateur de la Société viendra à échéance à la même date que si le mandat avait été poursuivi auprès de ReKoDe. Par conséquent, les dates de fin de mandat reprises dans le tableau ci-dessus resteront d'application après la conversion de la Société en société anonyme moniste.

Pour l'exercice de leur fonction au sein de la Société et pendant la durée de leur mandat, chaque administrateur élit domicile au siège de la Société: avenue Herrmann-Debroux 40, 1160 Bruxelles.

Le Conseil d'Administration est composé de manière à permettre à la Société de poursuivre ses activités en conformité avec son futur statut de SIR, tel que plus amplement décrit à l'article 4 de la Loi SIR. Le Conseil d'Administration de la Société compte au moins trois administrateurs indépendants au sens de l'article 7:87 du CSA. Ces administrateurs indépendants correspondent également aux critères d'indépendance repris au Code belge de gouvernance d'entreprises 2020. Le Conseil d'Administration de la Société respecte, par ailleurs, également la condition selon laquelle au minimum un tiers de ses membres est d'un sexe différent de celui des autres membres, conformément au prescrit de l'article 7:86 du CSA.

La composition du Conseil d'Administration est basée sur la complémentarité de compétences, de connaissances et d'expériences dans les domaines immobilier (gestion, développement), financier et social, ce qui lui permet d'assurer une gestion répondant aux conditions visées à l'article 3 des Statuts.

La taille du Conseil d'Administration (comprenant neuf membres) permet d'atteindre un équilibre adéquat entre d'une part les représentants des Promoteurs (trois mandats), les représentants des actionnaires (trois mandats) et les administrateurs indépendants (trois mandats). Elle permet par ailleurs de combiner au sein du Conseil d'Administration une large palette d'expériences et de compétences utiles au développement de la Société. Cette composition est tout à fait conforme aux dispositions du Code belge de gouvernance d'entreprises 2020.

Le Conseil d'Administration a fait le choix de séparer les tâches de gestion exécutive de la Société - qui sont intégralement confiées à la direction effective - de celles du Conseil d'Administration qui peut ainsi se concentrer sur son rôle d'impulsion stratégique et de contrôle de la direction effective. Ce choix est parfaitement conforme avec le code belge de gouvernance d'entreprises 2020. Il n'y a dès lors pas d'administrateur exécutif.

En vue de pérenniser la finalité sociale d'Inclusio et la représentation des initiateurs du projet Inclusio au sein du Conseil d'Administration d'Inclusio, les Statuts d'Inclusio confèrent à chacun des trois Promoteurs le droit de présenter un candidat pour le Conseil d'Administration de la Société, et ce jusqu'à l'assemblée générale ordinaire d'Inclusio à tenir en 2032. Ce droit de présentation ne confère pas aux trois Promoteurs le contrôle de la Société. Voir Section 8.12 pour le descriptif des Promoteurs. L'objectif de la Société est de s'assurer ainsi que l'objectif social de la Société soit pérennisé dans la durée. Cet objectif de pérennisation est encore renforcé par l'insertion dans l'objet de la Société (article 3 des Statuts) de l'objectif social qu'elle poursuit.

Tous les administrateurs sont des personnes physiques.

Aucun administrateur n'a de fonctions exécutives au sein d'Inclusio. A cet effet, il est néanmoins prévu que les dirigeants effectifs participent régulièrement (sauf circonstances le justifiant, par exemple lorsque le Conseil d'Administration traite un point qui les concernent) aux réunions du Conseil d'Administration en fonction des thèmes abordés lors d'un conseil d'administration, afin de favoriser l'interaction entre ce dernier et la direction effective et d'éclairer les propositions de décision.

Il n'y a pas de répartition des tâches au sein du Conseil d'Administration. La composition et les règles de fonctionnement du Conseil d'Administration sont détaillées dans la Charte d'Inclusio.

8.2.2 *Expérience et autres mandats des administrateurs*

La section ci-dessous décrit l'expérience et les mandats exercés par les administrateurs de la Société.

- **André Bosmans** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 6 janvier 2016. Son mandat a été renouvelé par l'assemblée générale ordinaire du 15 mai 2019 pour une durée de 4 ans, venant à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2023. M. Bosmans est licencié en droit et en notariat. Il a rempli diverses fonctions à responsabilités au sein de la Banque AnHyp (actuellement AXA Banque) et Banimmo, dont il a été Secrétaire Général et membre du comité de direction entre 1996 et mi 2014 et d'avril 2016 jusque fin 2018 et dont il est administrateur depuis de longues années. Il est également gérant de la SRL André Bosmans Management. Il est également administrateur des sociétés Grondbank The Loop, Vedis, Schoonmeers Bugten et PDSM. Il est membre indépendant du comité d'investissement du pôle immobilier de Participatie Maatschappij Vlaanderen, membre du comité de direction de Belgian Land, représentant permanent de Banimmo, administrateur de Atlantic Certificates, représentant permanent de Belgian Land, administrateur de Plantin Development, Sources Development, Pré de la Perche Construction, SEB Development et B&B Development, administrateur de différentes ASBL Bieënkorf, Bosgroep Oost-vlaanderen Noord, Lions Service Gent Scaldis et Baluchon Alzheimer. Il a également assumé les mandats suivants qui ont pris fin au cours des 5 dernières années : administrateur indépendant de la SIR MONTEA, administrateur ou représentant permanent des sociétés International Commerce Trading, HLB Construct, Comulex, Lex 84, Immo Property Services, Alma Court, Eudip TWO, Immo Koningslo, Tervueren Invest, SDEC, Urbanove Shopping Development, Conferinvest, Raket Invest et Magellin.
- **Sandrine Nelissen Grade** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 21 septembre 2016. Son mandat a été renouvelé par l'assemblée générale ordinaire du 15 mai 2019 pour une durée de 4 ans, venant à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2023. Mme Nelissen Grade a plus de 20 ans d'expérience en affaires publiques et communication acquise au sein de sociétés diverses telles qu'une entreprise publique, une entreprise familiale et une entreprise cotée en bourse ainsi qu'une société de conseil américaine. Licenciée en Philologie Germanique, elle a également obtenu une bourse du German Marshall Fund et un diplôme auprès de la London Business School.
- **Marianne Wagner** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 20 mai 2020. Elle a été nommée pour une durée de 4 ans, venant à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2024. Mme Wagner est CEO de MpoWer. Elle a rempli diverses fonctions à responsabilités notamment au sein de la société Crédit Agricole Asset Management et de la Fondation Mimi Ullens. Elle est également fondatrice de MpoWer, consultante indépendante en philanthropie, formatrice et Mindset Coach. Elle est administrateur non rémunéré chez Cedires Facilities vzw depuis 2011.

- **Christophe Demain** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 20 mai 2015. Son mandat a été renouvelé par l'assemblée générale ordinaire du 15 mai 2019 pour une durée de 3 ans, venant à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2022. M. Demain est licencié en sciences économiques appliquées de l'IAG. Il a rempli diverses fonctions à responsabilités notamment en qualité de Chief Investment Officer chez Belfius Insurance. Il est également membre de divers conseils d'administration dont ceux de Belwing NV, Retail Estates, Elantis NV, Belfius Investment Partners NV, Newton Biocapital I, Pricaf Privée SA. Enfin il est aussi administrateur dans diverses sociétés immobilières de Belfius Group (LFB NV, Legros-Renier, Les Amarantes Seigneurie de Loverval NV, Coquelets NV, Immo Malvoz BVBA, Immo Zeedrift NV, ImmoActivity NV et Offico Immo NV). Il a par ailleurs également exercé un mandat d'administrateur, aujourd'hui expiré, au sein de Auxipar, de Cofinimmo, de FRI 1 et de FRI 2.

- **François de Borchgrave** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 20 mai 2020. Il exerçait antérieurement son mandat d'administrateur en qualité de représentant permanent de KOIS SA, représenté par KOIS Invest SRL, et ce depuis le 19 décembre 2014. Il a été nommé pour une durée de 4 ans, venant à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2024. M. François de Borchgrave est Ingénieur Commercial Solvay et détient un MBA de l'Université d'Harvard. Il a rempli diverses fonctions à responsabilités notamment au sein de Belgacom, smarterwork.com et SONY. Il est co-fondateur et administrateur-délégué de KOIS SA, société d'investissement leader en impact investing (investissements combinant rendement financier et impact social et/ou environnemental). M. de Borchgrave est également co-fondateur et administrateur de Creative Textstyles, société active dans le textile et basée à Roeselare. Il a également des fonctions d'administrateur dans différentes sociétés immobilières et financières comme Clegor, Framaca, Beopar, Belgica, QBM, Wave Immo1, Harmattan et Francolimmo. Il est administrateur de différentes ASBL comme les Rênes de la Vie, Tous Ensemble Handicap et le Harvard Club of Belgium.

- **Julien Dessart** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 29 octobre 2020. Son mandat viendra à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2024. M. Dessart dispose d'une Licence en Sciences commerciales et Financières (2003). Il est spécialisé en Sciences de gestion (2004) et, en 2018, a obtenu auprès de l'ABAF le diplôme Certified European Financial Analyst. En février 2019, et après avoir exercé la fonction de responsable administratif et comptable de la société Integrale, pendant un peu moins de 10 ans, il a été nommé CFO et administrateur exécutif de cette même société. Par ailleurs, il exerce un mandat d'administrateur ou de gérant dans les sociétés suivantes : Ariane Building SA, Arsenal Building SA, Building Green One SA, Carolease 12 SA, Copernicus Site SA, Couvent de la Chartreuse SA, Draper Estate SA, Drapfin SA, Enerinvest, FM-A Invest SA, Forest Heights SRL, Ginkgo Park SA, Green4Power SA, Gutenberg SA, Herkenrode Real Estate SA, IILux Junck SA, Immo Fractal SA, Immo Haecht 1442 SA, Immo Pa33 2 SA, Integrale Green Energy SA, Integrale Immo Lux, Integrale Real Estate Fund SA, Integrale Zaventem Building SA, Intorp SA, La Foncière Liégeoise SA, Le Travailleur chez Lui SA, Lozana Invest SA, Luso Invest SA, Meuse Office 1 SA, New Mecco Warehouse SA, New Tide Rotterdam SA, Nivelles Property SA, Office Park Alleur SA, Power 2 Green SA, Regent Building SA, SPV JVC Gemeentepark Brasschaat SA, Stodiek Propco I SRL, Stodiek Propco II SRL, Stodiek Propco III SRL, Tetris Offices. The Loop Building One SA, Vital Building SA, Vordenstein Vastgoed SA, Waterside SA, Integrale Immo Management SA, Integrale Insurance Services SA, Groupe HEC-ULg ASBL et Ogeo 2 Pension, dont certaines sont spécialisées notamment dans le domaine immobilier. Il a par ailleurs également été administrateur de Delo 1, société de droit luxembourgeois.

- **Bart De Zutter** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 29 octobre 2020. Son mandat viendra à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2024. M. Bart De Zutter est titulaire d'un Master en Droit et d'un master complémentaire en droit de l'environnement, délivrés par l'Université de Gand, ainsi que d'un Executive Master in Real Estate Management (MRE) décerné par l'Université d'Anvers (AMS). Il a débuté sa carrière en qualité d'avocat pendant 5 ans, avant de rejoindre le groupe Decathlon Belgique en tant que Legal Counsel. En 2015 il rejoint Re-Vive où il est actuellement Chief Legal Officer et membre du Comité de Direction. Il est administrateur de Realex SRL et de GLDF II Partners SA (The Good Life Development Fund II).
- **Matthieu de Posch** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 15 mai 2019. Son mandat viendra à échéance à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2022. M. de Posch dispose d'un diplôme de bachelor de l'ICHEC et d'un master in management de ESCP Europe. Il a rempli diverses fonctions à responsabilités notamment auprès de Banimmo France, Fidentia Real Estate Investments et est actuellement conseiller auprès de la SFPI. Il est également administrateur de Ginkgo I SCA, SICAR, Triginta Fund SA, Biloba Investments, Innovation Funds, Seeder Fund, Capricorn Sustainable Chemistry, Nanocyl, Cissoid, Xylowatt, Tous ensemble Handicap, observateur de FIF-FSI SA, membre du comité d'investissement de Ginkgo II SCA, SICAR, Fidentia BeLux Investments, Innovation Funds, Seeder Fund, et conseiller immobilier d'un family office, directeur de Ceperive SA et gérant de Compagnie du Beffroi SRL et AMMAB Management SRL Il a auparavant été administrateur (2017-2018) de Credibe SA.
- **Adeline Simont** exerce ses fonctions d'administrateur depuis le 20 décembre 2018. Son mandat prendra fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire à tenir en 2023. Mme Simont est Ingénieur commercial (Université Libre de Bruxelles - Ecole de Commerce Solvay). Elle a rempli diverses fonctions à responsabilités au sein de la Banque Degroof Petercam et est Administrateur-Délégué de Degroof Petercam Corporate Finance depuis avril 2004. Elle est également administrateur de la SIR Aedifica de novembre 2005 à octobre 2020 ainsi que de la S.A. Andel (groupe Martin's Hotels) depuis décembre 1993 et exerce des mandats d'Administrateur au sein de diverses sociétés immobilières liées au Groupe Degroof Petercam (Collines de Wavre, Bassem Certificates, Belgian Land, Picardie Invest, Stockel Residence Certificates, Stockel Residence Investment, Atlantic Certificates, ...). Elle est vice-présidente et membre fondateur de l'A.S.B.L. du Cercle Belge des Femmes de l'Immobilier (2014). Elle a exercé les mandats d'Administrateur, entre-temps expirés, auprès de Axxes Certificates, Société Civile des Galeries Saint Hubert et Société Civile Anonyme des Galeries Saint Hubert.

8.3 Direction effective

8.3.1 Composition

La direction effective d'Inclusio exécute la stratégie arrêtée par le Conseil d'Administration et fait rapport au Conseil d'Administration. Les dirigeants effectifs participent, dans l'ordre interne, à la gestion journalière de la Société et à la mise en œuvre de la politique déterminée par le Conseil d'Administration, sous la direction du CEO. Ils se tiennent mutuellement informés de l'exécution de leurs missions.

Les dirigeants effectifs d'Inclusio sont désignés par le Conseil d'Administration, sur proposition du comité de nomination et de rémunération. Ils sont nommés pour une durée indéterminée.

Les dirigeants effectifs d'Inclusio sont au nombre de quatre :

Nom	Fonction
Monsieur Xavier Mertens	chief executive officer (« CEO »)
Monsieur Marc Brisack	vice chief executive Officer (« Vice-CEO »)
Monsieur Jean-Luc Colson	chief financial officer (« CFO »)
Monsieur Lionel Van Rillaer	chief operating officer (« COO »)

S'agissant du CEO, il est prévu que les fonctions de Xavier Mertens prennent fin le 31 décembre 2020. À cet égard, Marc Brisack (actuel vice-CEO) sera désigné pour lui succéder avec effet au 1^{er} janvier 2021. Dès ce moment, les dirigeants effectifs seront donc au nombre de trois.

Les membres actuels de la direction effective sont des personnes physiques.

8.3.2 *Expérience et autres mandats de la direction effective*

Monsieur Xavier Mertens, Chief Executive Officer (CEO), dirigeant effectif

M. Mertens est licencié en droit (KUL) et Master of Arts in Business Analysis (Université de Lancaster). Il a rempli différentes fonctions à responsabilité notamment chez An-Hyp (actuellement AXA Banque), AG Real Estate, Home Invest Belgium et Xior. Il est administrateur dans différentes filiales ou participations d'Inclusio. Il est par ailleurs administrateur de la SRL EMIX et administrateur de la SA REOS et de l'ASBL Lazare Belgium.

Domaines de compétence/d'expérience principaux : direction d'une SIR, droit, immobilier.

Monsieur Marc Brisack, Vice Chief Executive Officer (Vice-CEO), dirigeant effectif

M. Brisack est ingénieur commercial (Solvay) et Master in Real Estate (UFSIA Antwerpen). Il a rempli différentes fonctions à responsabilité, notamment au sein du Groupe Solvay, chez Catella-Codemer, Bernheim Comofi, Fortis Real Estate et Ascensio. Il est par ailleurs administrateur de la SRL Somabri et, par l'intermédiaire de Somabri, de la société Ceusters SA. Il a été administrateur de Compagnie Financière de Neufcour SA, de Bouille SA et de Habitat et Humanisme Investment Belgium SA.

Domaines de compétence/d'expérience principaux : direction d'une SIR, finances, immobilier.

Monsieur Jean-Luc Colson, Chief Financial Officer (CFO), dirigeant effectif

M. Colson est gradué en comptabilité (HEMES SAINTE MARIE). Il a rempli diverses fonctions financières notamment chez AXA Belgium, ING Real Estate et Home Invest Belgium. Il est administrateur dans différentes filiales ou participations d'Inclusio.

Domaines de compétence/d'expérience principaux : direction financière d'une SIR, finances, comptabilité, assurances.

Monsieur Lionel Van Rillaer, Chief Operating Officer, dirigeant effectif

M. Van Rillaer est Ingénieur civil des constructions (UCL) et Master of Science in Hydraulic Engineering (Newcastle upon Tyne). Il a rempli différentes fonctions à responsabilité auprès des sociétés Jan De Nul, Tuc Rail et CFE. Il est administrateur dans différentes filiales ou participations d'Inclusio. M. Van Rillaer est également président du conseil d'administration de la SCRL Allons en Vent.

Domaines de compétence/d'expérience principaux : génie civil, construction, projets DBFM, Partenariats Public-Privé, gestion de portefeuille immobilier.

8.4 Détenition d'Actions par les membres du Conseil d'Administration ou les dirigeants effectifs

Aucun membre du Conseil d'Administration ne détient d'actions de la Société. Aucun dirigeant effectif ne détient d'actions de la Société.

Toutefois, dans le cadre du rachat des actions ReKoDe par la Société, Koïs (contrôlée de manière conjointe par l'administrateur François de Borchgrave) recevra des actions de la Société (9.034 Actions Vendeurs ReKoDe) au titre du paiement d'une partie du prix d'acquisition. Ces actions ne sont pas offertes dans le cadre de l'Offre. Voyez la Section 5.3 au sujet du rachat de ReKoDe.

8.5 Comités du Conseil d'administration

Le Conseil d'Administration a constitué trois comités en son sein, conformément à l'article 7:98 du CSA :

- un comité d'audit et de gestion des risques ;
- un comité de nomination et de rémunération ; et
- un comité d'investissement.

Les pouvoirs et le fonctionnement des comités sont régis par le CSA ainsi que par la Charte.

La composition des différents comités est exposée ci-dessous. Tous les membres des comités sont administrateurs à l'exception de Messieurs Michel Balon et Xavier Mertens, membres du comité d'investissement.

Le comité d'audit et de gestion des risques d'Inclusio est actuellement composé de 3 membres : Monsieur André Bosmans, Monsieur Julien Dessart et Madame Adeline Simont. Le comité d'audit et de gestion des risques a pour mission d'aider le Conseil d'Administration et la direction effective d'Inclusio à veiller à l'exactitude et à la sincérité des comptes sociaux d'Inclusio et à la qualité du contrôle interne et externe et de l'information délivrée aux actionnaires d'Inclusio et au marché. Le comité formule des avis et recommandations au Conseil d'Administration et à la direction effective dans ces domaines.

Le comité de nomination et de rémunération d'Inclusio est actuellement composé de 4 membres : Monsieur André Bosmans, Madame Sandrine Nelissen-Grade, Madame Marianne Wagner et Monsieur Bart De Zutter. Le comité de nomination et de rémunération a pour mission d'assister le Conseil d'Administration dans l'établissement de profils, de procédure de nomination et de renouvellement de mandats et de procédures d'évaluations périodiques s'agissant des membres du Conseil d'Administration et de la direction effective.

Le comité d'investissement d'Inclusio est actuellement composé de 6 membres : Monsieur André Bosmans, Monsieur François de Borchgrave, Monsieur Julien Dessart, Monsieur Xavier Mertens, Monsieur Michel Balon et Monsieur Marc Brisack. Le comité d'investissement est chargé de l'analyse, la sélection et le suivi des dossiers d'investissement, de rénovation et de développement pour compte propre de la Société. Il a un rôle purement consultatif.

8.6 Commissaire

Jusqu'au 1^{er} janvier 2020, le commissaire de la Société était la société KPMG Réviseurs d'Entreprises SC, représentée par son représentant permanent monsieur Stéphane Nolf, réviseur d'entreprise, partner chez KPMG Réviseurs d'Entreprises, Luchthaven Brussel Nationaal 1K, 1930 Zaventem (« **KPMG** ») commissaire de la Société pour les exercices clôturés le 31 décembre 2017, 2018 et 2019.

Depuis le 1^{er} janvier 2020, le commissaire d'Inclusio est Deloitte Réviseurs d'Entreprises SC, représentée par son représentant permanent monsieur Ben Vandeweyer, réviseur d'entreprise, membre de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises, Gateway building, Luchthaven Brussel Nationaal 1J, 1930 Zaventem. Son mandat a été approuvé lors de l'assemblée générale ordinaire d'Inclusio du 10 juin 2020. Le commissaire est nommé pour une durée de trois ans prenant fin après l'assemblée générale chargée d'approuver les comptes annuels clôturés au 31 décembre 2022. Il est agréé par la FSMA.

8.7 Fonctions de contrôle indépendantes

Aux termes de l'article 17 de la Loi SIR, la société dispose des fonctions de contrôle interne suivantes :

8.7.1 Gestion des risques

La fonction de gestion des risques est confiée à Monsieur Jean-Luc Colson. En cette qualité, il est en charge de la surveillance des risques identifiés par le Conseil d'Administration et de l'évaluation de leurs conséquences sur la société. Il propose au Conseil d'Administration et, le cas échéant, au comité d'audit et des risques, les mesures de contrôle adéquates.

8.7.2 Audit interne

La Société a mis en place une fonction d'audit interne. Il a pour mission d'examiner et d'évaluer le bien-fondé et l'efficacité du processus de contrôle interne appliqué par la Société mais également de conseiller et d'assister le comité d'audit et de gestion des risques et le CEO dans la bonne exécution de leurs responsabilités relatives au contrôle interne en leur fournissant des informations, analyses, évaluations, recommandations et conseils indépendants, objectifs et impartiaux concernant les activités de la Société soumises à révision. L'audit interne peut en outre assister le Conseil d'Administration dans l'accomplissement des tâches dont il est responsable pour ce qui concerne le contrôle interne.

Le contrôle interne couvre toutes les politiques, processus, pratiques et procédures mis en œuvre par les dirigeants effectifs, le comité d'audit et de gestion des risques ou le Conseil d'Administration dans le but de garantir, dans la mesure du possible, que l'exposition aux risques est identifiée, surveillée et gérée de manière adéquate, que les ressources sont acquises de façon économique, conservées adéquatement et utilisées efficacement, que les informations financières et de gestion importantes sont exactes, pertinentes, fournies en temps voulu et fiables et que le niveau de conformité et de respect des politiques, normes, procédures approuvées et lois et réglementations en vigueur est adéquat.

La mission d'audit interne est assurée par Monsieur Julien Dessart, Président du comité d'audit et de gestion des risques, assisté à cet effet par la société Callens, Pirenne, Theunissen & Co.

8.7.3 *Compliance*

Le compliance officer (le "**Compliance Officer**") est désigné par le Conseil d'Administration. Il est chargé d'assurer le suivi et le respect de toutes les réglementations applicables à la Société. Il s'agit d'une fonction interne, indépendante et permanente de la Société, chargée, entre autres, de veiller au respect par la Société de la charte de gouvernance d'entreprise et plus généralement au respect de toutes les dispositions légales et réglementaires en vigueur applicables à la Société. La fonction de compliance a notamment pour objet, sans que cette liste ne soit exhaustive, de:

- veiller à assurer le respect des procédures mises en place par la Société en matière de prévention des abus de marché ;
- établir et tenir à jour une liste d'initiés et prendre toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que ces personnes reconnaissent par écrit les obligations et interdictions légales et réglementaires qui en découlent ;
- informer toute personne mentionnée sur ces listes qu'elle y est inscrite ;
- chaque fois qu'un dirigeant effectif envisage d'effectuer ou de faire effectuer par un tiers une opération sur les titres de la Société, l'informer sur les règles applicables à ladite opération ;
- veiller au respect des législations et réglementations applicables à la Société ;
- veiller au respect de la charte de gouvernance d'entreprise ;
- identifier et évaluer le risque de compliance auquel la Société est exposée ;
- veiller au respect des règles en matière de conflits d'intérêts ;
- veiller au respect des règles en matière de politique d'intégrité (code de bonne conduite) ;
- veiller à assurer le respect des règles en matière d'abus de marché et notamment des procédures mises en place par la Société en matière de prévention des abus de marché (dealing code) ;
- veiller à assurer que les procédures et les mesures internes concernant la compliance sont efficaces et adéquates ;
- veiller au principe de la compatibilité des mandats (par exemple, évaluation de l'indépendance des administrateurs) ;
- veiller à avertir l'auditeur interne en cas de soupçon de fraude, détournement ou de corruption dont il aurait pris connaissance.

Le compliance officer est André Bosmans, Président du Conseil d'Administration, nommé avec effet en date du 15 septembre 2020. Le compliance officer est totalement indépendant. Il fait périodiquement rapport au comité d'audit et de gestion des risques. Il est tenu d'informer le CEO en cas de conflit d'intérêts réel ou potentiel pouvant compromettre l'objectivité ou l'indépendance de la fonction de compliance.

Le compliance officer est soumis à la confidentialité la plus stricte. La fonction de compliance est indépendante de la fonction d'audit interne mais entre dans le champ d'investigation et de contrôle de cette dernière.

Le compliance officer dispose à tout moment de l'autorité, des ressources et de l'expertise nécessaires et d'un accès à toutes les informations pertinentes, sans aucune restriction, dans la mesure requise pour l'exercice de sa mission.

Le compliance officer informe régulièrement le comité d'audit et de gestion des risques des principaux risques de compliance constatés, des mesures prises pour en améliorer la maîtrise et de l'avancement des travaux réalisés dans le cadre de l'exercice de la fonction.

Au moins une fois par an, le compliance officer fait rapport et informe le Conseil d'Administration sur l'exercice de sa mission, sur les principaux risques de compliance identifiés au cours de l'année écoulée et sur les mesures adoptées pour y remédier.

8.8 Rémunération et avantages

8.8.1 Rémunération des administrateurs

Le montant de la rémunération des administrateurs est fixé par l'assemblée générale. Avant de formuler ses propositions à l'assemblée générale, le Conseil d'Administration recueille les avis et recommandations du comité de nomination et de rémunération.

La Société ne fait pas de distinction entre les différentes catégories d'administrateurs. Seul le président perçoit une rémunération différente, compte tenu de ses responsabilités et du temps consacré à l'exercice de ses fonctions.

Les frais qu'ils auraient exposés dans le cadre de l'exercice de leur fonction d'administrateur leur sont remboursés.

Aperçu de la rémunération sur base annuelle applicable dès le 1^{er} janvier 2021 (montant non soumis à TVA):

- une rémunération fixe se montant à 4.000 EUR/an pour les administrateurs et à 8.000 EUR/an pour le président, et
- des jetons de présence se montant à 750 EUR/séance du conseil ou d'un comité pour les administrateurs et à 1.500 EUR/séance pour le président.

Les membres du comité d'investissement qui ne sont pas administrateurs ne reçoivent pas de jetons de présence.

Les administrateurs ne seront pas rémunérés en actions, le Conseil d'Administration considérant que c'est incompatible avec la finalité sociale de la Société et que cela génère une complexité qui ne paraît pas justifiée eu égard à la taille de la Société et de la finalité sociale qu'elle poursuit. C'est d'ailleurs pour être en adéquation avec cette finalité sociale que la rémunération des administrateurs, telle que reprise ci-dessus a été fixée à un niveau inférieur aux standards du marché. Cette dérogation au Code de Corporate Governance est justifiée dans la Charte.

8.8.2 Rémunération de la direction effective

La rémunération des membres de la direction effective est résumée ci-dessous et se compose d'une part fixe et d'une part variable. La rémunération variable est déterminée suivant des critères d'évaluation, si possible mesurables, arrêtés en début d'exercice par le Conseil d'Administration sur avis du comité de nomination et de rémunération. Le degré de réalisation des critères d'évaluation est évalué par le Conseil d'Administration sur avis du comité de nomination et de rémunération au mois d'avril de l'exercice suivant, à la lumière notamment des états financiers de l'exercice clôturé.

Le Conseil d'Administration plafonne les rémunérations variables attribuées à chaque membre de la direction effective. Les membres actuels de la direction effective ne bénéficient pas de primes de performance en actions, d'options ou autres droits d'acquies des actions.

Les montants suivants sont mentionnés HTVA. La rémunération des dirigeants effectifs est indexée annuellement.

- **Rémunération du futur CEO (actuel vice-CEO), Marc Brisack**

Une convention de prestation de services a été conclue le 7 juillet 2020 avec Marc Brisack, en vertu de laquelle ce dernier percevra une rémunération de base annuelle de 180.000 EUR pour l'exercice 2021, indexée au 1^{er} janvier de chaque année à partir du 1^{er} janvier 2022. Cette rémunération fixe sera, par ailleurs, augmentée forfaitairement de 5 % aux 1^{er} janvier 2022 et 2023. Une rémunération variable à court terme est également prévue, déterminée sur la base de critères fixés au préalable par le Conseil d'Administration, au plus tard le 15 avril de chaque année et pouvant aller de 0 % à 30 % de la rémunération annuelle de base de l'exercice concerné. Ces critères incluent des objectifs financiers et qualitatifs (croissance du portefeuille, résultats d'exploitation, relation avec les investisseurs et gestion d'équipe). Une rémunération variable à long terme est également prévue qui peut aller de 0 % à 20 % de la rémunération annuelle de base de l'exercice concerné. Enfin, la convention prévoit la souscription par Inclusio d'une assurance dirigeant d'entreprises pour une prime annuelle de 40.000 EUR, indexée annuellement. En cas de rupture notifiée à l'initiative de la société (sauf en cas de rupture pour motif grave), un préavis d'une durée de six mois est prévu (à majorer d'un mois par année d'ancienneté, sans jamais dépasser un maximum de douze mois).

- **Rémunération de Xavier Mertens (actuel CEO)**

Une convention de prestation de services a été conclue le 15 septembre 2020 avec Xavier Mertens. Elle prendra cours au moment du règlement-livraison des actions offertes par Inclusio dans le cadre de l'Offre et la prise d'effet de l'agrément SIR à obtenir par Inclusio et prendra fin le 31 décembre 2020. En vertu de cette convention, Xavier Mertens percevra une rémunération de base mensuelle de 15.000 EUR

- **Rémunération du CFO, Jean-Luc Colson**

Une convention de prestation de services a été conclue avec Jean-Luc Colson le 27 septembre 2018, avec un premier avenant en date du 26 septembre 2020. Sur ces bases, M. Jean-Luc Colson percevra une rémunération de base annuelle de 162.000 EUR pour l'exercice 2021, indexée au 1^{er} janvier de chaque année. Une rémunération variable est également prévue, déterminée sur la base de critères fixés au préalable par le Conseil d'Administration, au plus tard pour le 15 avril de chaque année et pouvant aller de 0 % à 20 % de la rémunération annuelle de base de l'exercice concerné. Ces critères incluent des objectifs financiers et qualitatifs (contrôle des frais généraux, résultats d'exploitation et reporting financier). La convention prévoit enfin la souscription par Inclusio d'une assurance dirigeant d'entreprises pour une prime annuelle de 20.000 EUR, indexée annuellement. En cas de rupture notifiée à l'initiative de la Société (sauf en cas de rupture pour motif grave), un préavis d'une durée de six mois est prévu (à majorer d'un mois par année d'ancienneté, sans jamais dépasser un maximum de douze mois).

- **Rémunération du COO, Lionel Van Rillaer**

Monsieur Van Rillaer est salarié de la Société depuis le 1^{er} mai 2016. Sa rémunération brute annuelle est de 189.954 EUR calculée comme étant la rémunération mensuelle, le 13^{ème} mois et les congés payés, le tout majoré des cotisations patronales. A partir du 1^{er} janvier 2022, il bénéficiera d'une augmentation de 10% basée sur sa dernière rémunération indexée de décembre 2021. De plus, il bénéficie d'une voiture de société, d'un GSM, de chèques repas, d'une assurance groupe et d'une assurance hospitalisation. Le contrat de travail de Monsieur Van Rillaer prévoit également une rémunération variable, payable au plus tard pour le 15 avril de chaque année et pouvant aller de 0 % à 20 % de la rémunération annuelle de base de l'exercice concerné. Les critères de détermination de la rémunération variable sont fixés par le Conseil d'Administration, sur base d'une proposition du comité de nomination et de rémunération. Ces critères incluent des objectifs financiers, qualitatifs et d'impact social (croissance du portefeuille, résultats

d'exploitation, respect des budgets et des délais de livraison des projets en développement et respect de l'objectif social renforcé).

8.8.3 Rémunération et avantages accordés en 2019

Le tableau ci-après reprend les montants payés pour l'exercice 2019 à l'Administrateur Unique d'Inclusio (ReKoDe SA), aux administrateurs de l'Administrateur Unique et aux dirigeants effectifs :

Rémunérations 2019	Rémunération brute fixe (HTVA si applicable)	Rémunération variable brute	Autres avantages
ReKoDe (Administrateur Unique)	74.479,41 EUR	Néant	Néant
André Bosmans (administrateur et Président)	8.000 EUR	12.000 EUR (jetons de présence)	Néant
Sandrine Nelissen Grade (administrateur)	4.000 EUR	5.250 EUR (jetons de présence)	Néant
Autres administrateurs	Néant	Néant	Néant
Emix srl (société de management de l'actuel CEO)	167.845,92 EUR	108.260 EUR	Laptop
Lionel Van Rillaer (COO)	131.931,37 EUR	13.620 EUR	Gsm, laptop, voiture de société, chèque repas, assurance pension, assurance hospitalisation
Jean-Luc Colson (CFO)	121.000 EUR	Néant	Assurance pension

Il n'y a pas de lien de famille entre les personnes reprises ci-dessus.

8.9 Condamnations

Chaque administrateur ou dirigeant effectif a confirmé à la Société qu'il/elle:

- n'a pas fait l'objet d'une condamnation pour fraude prononcée au cours des cinq dernières années ;
- n'a pas été déclaré en faillite, ni n'a été mis sous séquestre, liquidation ou n'a fait l'objet d'un placement d'entreprises sous administration judiciaire au cours des cinq dernières années ;
- n'a pas fait l'objet d'une mise en cause et/ou d'une sanction publique officielle prononcée contre lui par des autorités statutaires ou réglementaires (y compris des organismes professionnels désignés) ;
- n'a, au cours des cinq dernières années, pas été déchu par un tribunal du droit d'exercer la fonction de membre d'un organe d'administration, de direction ou de surveillance d'un émetteur ou d'intervenir dans la gestion ou la conduite des affaires d'un émetteur.

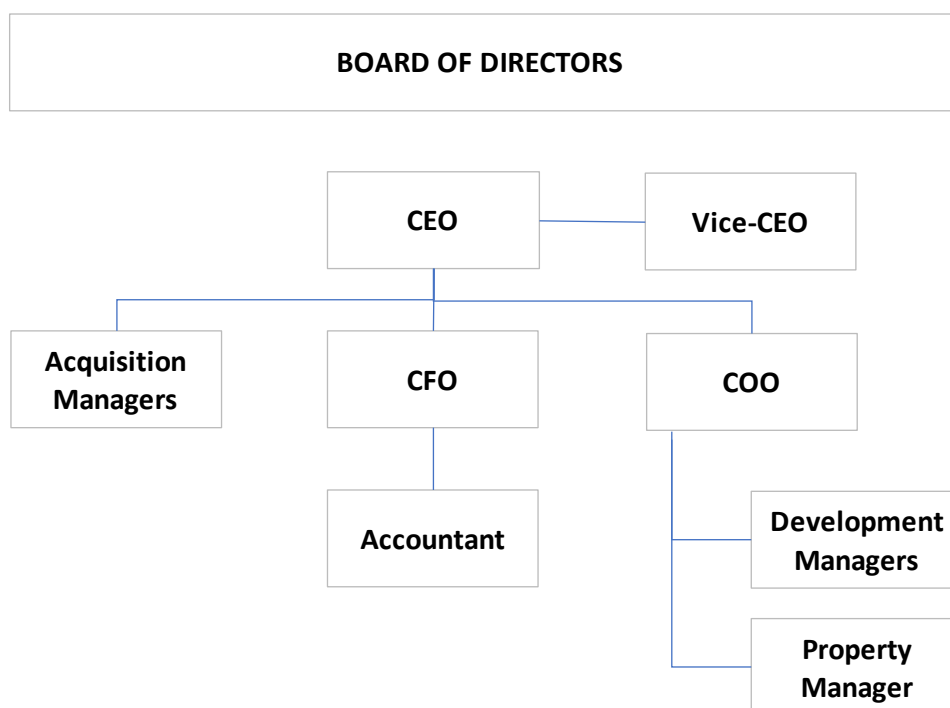
8.10 Organisation de la Société

La Société est dotée d'une structure de gestion propre adaptée. Les décisions sont prises collectivement par les dirigeants effectifs en un comité informel qui se réunit tous les quinze jours.

La direction effective rapporte au Conseil d'Administration (voir Section 8.2 ci-dessus).

La Société compte dix collaborateurs, dirigeants effectifs compris. Vous trouverez ci-dessous l'organigramme relatif aux relations entre les dirigeants effectifs et le reste de l'équipe, composée actuellement de deux acquisition managers, un property manager, deux development managers et un comptable. Toutes ces personnes travaillent à temps plein pour Inclusio, à l'exception du comptable qui est engagé à mi-temps.

L'évolution du personnel au cours des dernières années a été la suivante : 4 personnes au total en 2017, 5 personnes au total en 2018 et 7 personnes au total en 2019.



Au 31 décembre 2020, le contrat du CEO actuel (Xavier Mertens) prendra fin et Marc Brisack (actuellement Vice-CEO) deviendra CEO. Dès ce moment la Société n'aura donc plus de Vice-CEO.

Dans les années à venir il est vraisemblable que du personnel supplémentaire sera engagé par la Société, singulièrement pour le property management de ses actifs et ce au fur et à mesure de l'accroissement du portefeuille immobilier de la Société. Compte tenu du fait que la Société a opté pour une stratégie « B to B », cette croissance devrait toutefois se faire à un rythme sensiblement plus lent que celui de la croissance des actifs immobiliers en gestion.

8.11 Code de gouvernance d'entreprise - dérogations

La Société a adopté la Charte en ligne avec le Code belge de corporate governance 2020 (le « **Code de Corporate Governance** »). Cette Charte entrera en vigueur au moment du règlement-livraison de l'Offre. La Charte décrit les principaux aspects de la gouvernance d'entreprise de la Société, y compris sa structure de gouvernance, les mandats du Conseil d'Administration et ses comités ainsi que d'autres sujets importants. La Charte doit être lue ensemble avec les Statuts.

La Société appliquera les principes de bonne gouvernance contenus dans le Code de Corporate Governance et se conformera aux dispositions relatives à la gouvernance d'entreprise reprises dans le Code de Corporate Governance, à l'exception de ce qui suit :

- les administrateurs ne seront pas rémunérés en actions. Voyez la Section 8.8.1;
- eu égard au nombre restreint de travailleurs dans la Société, la Société fait le choix de ne pas nommer de secrétaire général mais se réserve la possibilité d'en nommer un. La Société s'assurera que les missions que le Code de Corporate Governance réserve en principe au secrétaire général soient assurées en interne.

8.12 Promoteurs

La Législation SIR prévoit une fonction de promoteur de la SIR, qui incombe aux personnes qui contrôlent (exclusivement ou conjointement) la SIR. Il s'agit généralement des initiateurs du projet donnant lieu à l'agrément en tant que SIRP. Pour les personnes ayant la qualité de promoteur au moment de l'agrément de la SIR, elles perdent cette qualité au plus tôt trois ans après cet agrément, à condition qu'elles n'exercent plus le contrôle et que les obligations leur incombant en tant que promoteur de la SIRP (telles que résumées ci-dessous) soient remplies. Au cas où il y a plusieurs promoteurs, ils sont tenus solidairement des obligations leur incombant en vertu de la Loi SIR.

Imofig SA, Koïs Invest SA et Re-Vive SA (ensemble, les « **Promoteurs** ») sont les initiateurs du projet Inclusio et les actionnaires de l'actuel Administrateur Unique (ReKoDe) de la Société. Fin 2014 ils ont en effet combiné leurs efforts, singulièrement en s'associant au sein de la SA ReKoDe et en organisant une première levée de fonds pour Inclusio, en vue du lancement de la Société comme société immobilière à caractère social. Suite à l'acquisition des actions ReKoDe par la Société (qui sera effective avant l'entrée en vigueur de l'agrément SIR de la Société), ces trois acteurs ne seront plus actionnaires de ReKoDe et, par conséquent, ne seront plus légalement tenus d'endosser le rôle de promoteur dans la mesure où ils n'exercent plus le contrôle sur la Société. Ces trois sociétés s'engagent toutefois contractuellement à assumer le rôle de promoteurs d'Inclusio au sens de la Législation SIR (voir Section 5.3), compte tenu de leur rôle historique comme initiateurs du projet Inclusio dès fin 2014. Cet engagement prévoit qu'ils se conformeront aux règles relatives aux promoteurs stipulées dans la Loi SIR pendant une durée de 3 ans.

Les trois Promoteurs sont brièvement décrits ci-après:

- **Imofig SA**: Imofig est le pôle de détention et de gestion du patrimoine immobilier du groupe Degroof Petercam en Belgique. C'est dans le cadre de son engagement sociétal qu'en 2011, la Banque Degroof Petercam a lancé son projet d'investissement en immobilier social en créant au départ d'Imofig, les sociétés Degroof Social Immo et Bon Pasteur. Le groupe Degroof Petercam, dont l'origine remonte à 1871, est un groupe financier privé indépendant, offrant à des clients privés et institutionnels, une combinaison de services alliant banque privée, gestion institutionnelle, investment banking (corporate finance et intermédiation financière) et assets services. Ayant son siège à Bruxelles, le groupe Degroof Petercam occupe 1.370 professionnels expérimentés en Belgique, au Luxembourg, en France, en Espagne, aux Pays-Bas, en Suisse, en Allemagne et en Italie.

- **Kois SA:** Koïs est un acteur spécialisé dans la finance d'impact. Koïs a pour but de transformer des projets à grand impact social et environnemental en propositions d'investissement concrètes pour les secteurs public et privé. Dans ce domaine, Koïs est reconnu comme pionnier de l'investissement d'impact en Europe et en Inde. A travers ses activités de gestion de fonds et de conseil en finance innovante, Koïs déploie du capital privé et public dans des projets à forte utilité sociale ou environnementale, tout en cherchant des rendements attractifs pour les investisseurs. Koïs est notamment investisseur dans plusieurs entreprises ayant un double but de profit et d'impact. Au-delà de son rôle dans la création et le développement d'Inclusio, Koïs gère en Inde deux fonds d'investissement (Tara IV et Healthquad). Koïs est également un leader dans la structuration de mécanismes de finance innovante, parmi lesquels les mécanismes de contrats à impact social et de contrat à impact de développement (*social impact bonds* et *development impact bonds*) et a notamment structuré le premier contrat à impact humanitaire du monde (*humanitarian impact bond*).

Koïs est contrôlée par Charles-Antoine Janssen, BLTB SRL et Framaca SA. BLTB SRL est contrôlée à 100% par Charles-Antoine Janssen et Framaca SA est contrôlée à 100% par François de Borchgrave via Clegor SC qu'il contrôle à 100%.

- **Re-Vive SA:** Re-Vive est un précurseur et un leader sur le marché des projets complexes de rénovation urbaine. Il transforme les friches industrielles en plans de développement à l'épreuve du temps, sans carbone et connectés. Ses projets entendent ajouter de la valeur aux collectivités dans lesquelles Re-Vive investit et réduisent l'empreinte écologique des villes et de leurs utilisateurs.

Re-Vive est contrôlée à 100% par I Structure SRL, elle-même contrôlée à 100% par M. Nicolas Bearelle.

Les Promoteurs se conformeront aux règles relatives aux promoteurs stipulées dans la Loi SIR pendant une durée de trois ans.

Les administrateurs et actionnaires de contrôle Promoteurs sont décrits ci-après :

Nom et siège	Composition du conseil d'administration	Actionnariat et chaîne de contrôle
Société Immobilière et Financière Industrie-Guimard SA (« IMOFIG ») Rue Guimard 18, 1040 Bruxelles	- MOHAMED Hanif - VANHENGEL Reinilde - BECU Nicolas	Banque Degroof Petercam SA/NV est la société qui contrôle Imofig.
Re-Vive SA représentée par I Structure SRL, elle-même représentée par son représentant permanent Nicolas Bearelle Nieuwewandeling 62, 9000 Gent	- I Structure SRL, (0474.152.925) - Monsieur Nicolas Bearelle - Monsieur Piet Colruyt - Cassel SRL (0463.604.768) - Athens Technology Partners (société enregistrée en Angleterre sous le numéro 04348688, numéro de TVA GB 118 1005 61 - NNJ SRL (0698.602.908).	Re-Vive SA est contrôlée à 100 % par I Structure SRL. I Structure SRL elle-même contrôlée à 100 % par Monsieur Nicolas Bearelle.
Koïs SA	- Belgica SA (0412.768.751) - BLTB SRL(0500.844.454)	- Framaca SA : 23,125% - Edouard Janssen : 10%

représentée par BELGICA SA, elle-même représentée par son représentant permanent François de Borchgrave Rue Langeveld 8, 1180 Bruxelles	- Framaca SA (0878.270.563)	- BLTB SRL (contrôlée par Charles-Antoine Janssen) : 37,5% - Charles-Antoine Janssen : 29,375%
--	-----------------------------	---

A l'exception de Imofig (dont la Banque Degroof Petercam est actionnaire de contrôle et qui détient par ailleurs des actions de la Société), aucun des trois Promoteurs n'agit de concert avec un des actionnaires existants de la Société.

Conformément à l'article 23 de la Loi SIR, les Promoteurs ont pris les engagements suivants dans le cadre de l'agrément de la Société en tant que SIRP :

- Les Promoteurs se portent fort de ce que les conditions d'émission de toute augmentation de capital effectuée au moyen d'une offre publique dans les trois ans qui suivent la date d'agrément en tant que SIRP, prévoient expressément que l'augmentation de capital n'est pas réalisée et que le montant des souscriptions est remboursé aux souscripteurs, si le montant du capital déjà souscrit, augmenté du montant global des souscriptions réunies après la clôture de la période de souscription, est inférieur au montant des fonds propres prévus par le budget minimal tel que précisé dans le dossier d'agrément c'est-à-dire 154.438.181 EUR ; dans une telle éventualité, les Promoteurs s'engagent également à rembourser aux souscripteurs les commissions et courtages que ceux-ci ont éventuellement payés en raison de la souscription; il est renvoyé à la Section 7.4 s'agissant du budget minimal;
- si Inclusio devait être dissoute et mise en liquidation dans le courant des trois années qui suivent la date de l'obtention de l'agrément SIRP, les Promoteurs s'engagent en outre à rembourser aux souscripteurs les charges, commissions et frais payés par ceux-ci en raison de l'acquisition d'actions d'Inclusio, et de rembourser à Inclusio le montant des rémunérations payées par celle-ci ou une de ses sociétés du périmètre pour les services prestés par une société avec laquelle Inclusio ou un Promoteur de la Société sont liés ou ont un lien de participation;
- enfin, les Promoteurs veillent à ce qu'au moins 30 % des titres Inclusio conférant le droit de vote soient aux mains du public de manière continue et permanente à compter d'un délai d'un an après l'agrément. La souscription effective du public aux offres susmentionnées est une obligation de moyen. Au cas où il est ainsi procédé à une offre de vente ou à une offre en souscription lorsque moins de 30 % des titres Inclusio conférant le droit de vote sont répandus dans le public, les Promoteurs fixent le prix par titre des offres susmentionnées sur base d'une estimation de la valeur nette par action ne datant pas de plus de quatre mois avant le début de l'émission ou de la vente et justifient les écarts éventuels par rapport à celle-ci. A l'heure actuelle, compte tenu de la disparité de l'actionnariat de la Société, il est déjà satisfait à cette condition.

L'agrément en tant que SIRP prenant en principe cours le 11 décembre 2020 (à savoir à la Date de Clôture de l'Offre), les obligations incombant aux Promoteurs conformément à la Loi SIR prendront fin le 11 décembre 2023, soit trois ans exactement après l'obtention de l'agrément en tant que SIRP.

Dans le cadre du rachat de ReKoDe SA, Administrateur Unique, les décisions suivantes ont été prises : chaque Promoteur d'Inclusio se verra attribuer une rémunération unique de 100.000 EUR HTVA, payable en une seule fois dès

la réalisation de l'Offre pour l'exercice de la fonction de Promoteur. Chaque Promoteur disposera également du droit de présenter un représentant au Conseil d'Administration de la Société pour une durée prenant fin lors de l'assemblée générale ordinaire de la Société à tenir en 2032, les durées de ces mandats successifs ne dépassant pas 4 ans. Ce droit de présentation est repris dans les Statuts et ne peut être supprimé et/ou modifié que si la modification proposée réunit 90% des voix exprimées. Ce droit de présenter chacun un représentant au Conseil d'Administration de la Société se justifie d'une part par le souhait des Promoteurs de pouvoir continuer à assurer, via leur présence au sein du Conseil d'Administration de la Société, une forme de garantie quant à l'objectif social et sociétal poursuivi par la Société et, d'autre part, par le souhait de la Société elle-même de pouvoir continuer à compter sur leur présence au sein du Conseil d'Administration. Pour davantage de détails à ce sujet voyez la Section 5.3.

Le cumul de la qualité de Promoteur, administrateur et d'actionnaire, peut donner lieu à des conflits d'intérêt avec la Société. Dans ce cas le conseil d'administration veillera à respecter les règles qu'elle s'est assignée en matière de conflits d'intérêt, telles qu'elles ont reprises dans sa Charte et résumées à la Section 8.15 ci-après.

8.13 Principaux actionnaires - Engagements de lock-up

8.13.1 Principaux actionnaires – Engagements de lock-up

Le tableau ci-dessous reprend les actionnaires qui détiennent plus de 5% avant l'Offre et ceux qui détiendront au minimum 3% après l'Offre, en prenant en compte l'émission des Actions Vendeurs ReKoDe et partant de l'hypothèse que toutes les Actions Offertes seront souscrites.

Ce tableau a été établi partant des hypothèses suivantes:

- hormis Belfius Insurance les actionnaires existants d'Inclusio au moment de l'Offre (les « **Actionnaires Existants** ») ne participeront pas à l'Offre en tant qu'Investisseur Participant (voir ci-après) ;
- les Investisseurs Participants participeront à l'Offre à concurrence des Engagements de Souscription pris par ces derniers (voir Section 11.5);
- la réalisation de l'acquisition des actions de ReKoDe par la Société à l'issue du règlement-livraison de l'Offre (entraînant l'émission des Actions Vendeurs ReKoDe, que recevront les trois détenteurs actuels des actions ReKoDe, à savoir les Promoteurs de la Société; ces actions demeureront détenues par les Promoteurs après l'Offre).

Il n'est bien sûr pas exclu que des Actionnaires Existants passent par ailleurs un ordre, qui sera le cas échéant servi, conformément aux principes d'allocation.

A sa connaissance, la Société n'est pas directement ou indirectement contrôlée par un de ses actionnaires ou groupe d'actionnaires et aucun accord n'existe dont la mise en œuvre pourrait, à une date ultérieure, entraîner un changement du contrôle au sein de la Société.

Actionnaire	Actions détenues avant la clôture de l'Offre			Actions détenues postérieurement à la clôture de l'Offre			Dilution / relation
	Nombre	%	Qualité de l'actionnaire	Nombre	%	Qualité de l'actionnaire	
Intégrale	1.065.160	24,6 %	Actionnaire de référence	1.065.160	14,82%	Actionnaire de référence	-39,76%
Le Fonds d'Infrastructure Ferroviaire (FIF-FSI)	618.315	14,28 %	Actionnaire de référence	618.315	8,60%	Actionnaire de référence	-39,76%
Belfius Insurance	285.710	6,60 %	Actionnaire de référence	474.379	6,60%	Actionnaire de référence	0,02%
Mutualité³⁹	0	0%	NA	233.644	3,25%	NA	NA
Autres	2.170.440	54,52%	NA	4.796.060	66,73%	NA	NA
Total	4.329.615	100 %	NA	7.187.558	100 %	NA	NA

Aucun des autres actionnaires actuels de la Société ne détient une participation qui dépasse le seuil de 3%. ReKoDe détient par ailleurs actuellement 5 actions dans Inclusio.

A la connaissance de la Société aucune personne non-membre d'un organe d'administration, de direction ou de surveillance ne détient, directement ou indirectement, un pourcentage du capital social ou des droits de vote de la Société devant être notifié en vertu de la législation belge applicable à celui-ci.

Aucun actionnaire de la Société ne détient de droits de vote différents ; toutes les actions donnent droit au même droit de vote.

Les engagements de lock-up (visant à ne pas pouvoir céder d'action de la Société) souscrits dans le cadre de l'Offre sont les suivants :

- les trois actionnaires actuels de ReKoDe (qui sont également les trois Promoteurs de la Société), pour les actions d'Inclusio qu'ils souscriront éventuellement dans le cadre de l'Offre, et les Actions Vendeurs ReKoDe qu'ils recevront (voir Section 5.3) : 180 jours
- Banque Degroof Petercam (qui est un Actionnaire Existant) pour ce qui concerne les actions détenues à la date de ce Prospectus : 180 jours
- Intégrale (qui est un Actionnaire Existant) pour ce qui concerne les actions détenues à la date de ce Prospectus : 180 jours ;
- Le FIF-FSI (qui est un Actionnaire Existant) pour ce qui concerne les actions détenues à la date de ce Prospectus: 180 jours ;

³⁹ Ceci regroupe MC Assure (Société mutualiste d'assurance), Nationaal Hulpfonds-Fonds National d'Entraide (ASBL) et Maatschappij van Onderlinge Bijstand Verzekeringen CM-Vlaanderen (Maatschappij van onderlinge bijstand), qui agissent de concert pour un montant de 4.999.981,60 EUR.

- Belfius Insurance (qui est un Actionnaire Existant) pour ce qui concerne les Actions qu'elle détient à la date de ce Prospectus et les Actions Offertes qu'elle recueillera dans le cadre de l'Offre : "hard" lock-up de 180 jours suivi d'un "soft" lock-up de 180 jours ;
- les Investisseurs Participants (autres que Belfius Insurance), pour ce qui concerne les Actions Offertes qu'ils recueilleront dans le cadre de l'Offre : "hard" lock-up de 180 jours suivi d'un "soft" lock-up de 180 jours. Voir Section 12.3 pour plus de détails.

8.13.2 Situation d'Integrale

L'assureur liégeois, Integrale, est à ce jour le principal actionnaire d'Inclusio avec une participation qui représente 24,60% du capital. Dans le cadre de l'Offre, Integrale a signé un engagement de lock-up portant sur les actions qu'elle détient à ce jour pour une période de 180 jours.

Integrale est devenue actionnaire d'Inclusio en 2015 et a participé aux trois différentes augmentations de capital qui ont eu lieu entre 2015 et 2019.

Aujourd'hui, Integrale est engagée dans un dialogue avec la Banque nationale de Belgique qui souhaite une recapitalisation de la compagnie dans le but de respecter les ratios prudentiels imposés par la législation européenne.

Comme l'actionnaire principal d'Integrale, le groupe Nethys, a refusé de recapitaliser la société et que le processus de vente qui avait été initié n'a pas permis d'identifier des repreneurs potentiels, l'assemblée générale d'Integrale a approuvé les comptes 2019 en discontinuité.

Différents scénarios sont encore en discussion avec la Banque nationale de Belgique mais il est possible qu'Integrale soit amenée à céder partiellement ou intégralement ses actifs et ses passifs au fil des prochains mois.

Dans une telle hypothèse, la participation d'Inclusio détenue par Integrale pourrait être amenée à changer de main. Voyez la Section 12.3 au sujet de l'engagement de lock-up d'Integrale.

8.13.3 Détention d'actions par les Promoteurs

Les Promoteurs d'Inclusio ne détiennent aucune action de la Société, sous réserve des 54.205 Actions Vendeurs ReKoDe qu'ils vont recevoir à l'occasion de l'acquisition des actions ReKoDe par la Société (voir Section 5.3).

Le tableau ci-dessous reprend les actions qui seront détenues par les Promoteurs suite à l'Offre partant de l'hypothèse que toutes les Actions Offertes seront souscrites et que les Promoteurs ne souscriront pas à l'Offre.

Promoteur	Actions détenues postérieurement à la clôture de l'Offre	
	Nombre	%
Imofig	36.137	0,50%
Kois	9.034	0,13%
Re-Vive	9.034	0,13%

8.14 Transactions avec des parties liées

La Société a conclu les transactions suivantes avec des parties liées:

- de 2015 jusqu'à la réalisation de l'Offre, Banque Degroof Petercam a effectué des prestations de secrétariat général pour la Société. Cette mission prend fin à la date de l'Offre ;
- en décembre 2016, Inclusio a conclu une convention de coopération avec chacun des actionnaires de ReKoDe. L'objet de ces conventions de collaboration est de régler la collaboration entre Inclusio et les actionnaires de ReKoDe dans le cadre des levées de fonds d'Inclusio ainsi que dans la recherche de projets immobiliers qui entrent dans le segment d'Inclusio. Les conditions de ces conventions sont en ligne avec les conditions normales de marché. Suite à l'Offre et à l'acquisition des actions de ReKoDe par Inclusio, il sera mis fin à ces conventions de collaboration avec effet à cette date ;
- la rémunération de ReKoDe pour son mandat d'administrateur unique d'Inclusio est déterminée par la convention de management conclue entre ReKoDe et Inclusio en date du 19 décembre 2014 (telle que modifiée par un avenant du 15 décembre 2016 et du 26 juin 2020). Les conditions de ces conventions sont parfaitement en ligne avec les conditions normales de marché. Cette rémunération est amenée à prendre fin suite au rachat de ReKoDe par la Société et la conversion de la Société en société anonyme de type moniste, qui interviendront tous deux à la Date de Clôture de l'Offre ;
- la Société a procédé à l'acquisition de deux immeubles développés par le groupe Re-Vive, à savoir les immeubles EKLA à Molenbeek et « Den Indruk » à Bruges. Le Conseil d'Administration a, à chaque fois, veillé à ce que ces dossiers soient conclus à des conditions normales de marché et à respecter les règles en matière de conflits d'intérêts prévus par le CSA (ou, selon le cas, le Code des sociétés) ;
- le 26 juin 2020, la Société a conclu une convention avec les actionnaires de ReKoDe en vue du rachat par la Société des actions ReKoDe et de la transformation de la Société en SA de type moniste à l'occasion de l'introduction en bourse et de l'obtention du statut SIR (voir Sections 5.2 et 5.3); lors de l'assemblée générale de 29 octobre 2020, les actionnaires ont pris la décision de transformer la Société en société anonyme à administrateur unique et désigné ReKoDe en cette qualité. Lors de la même assemblée générale, les actionnaires ont pris la décision de transformer Inclusio en une société anonyme moniste, sous la condition suspensive du règlement-livraison des actions offertes dans le cadre de l'Offre et de la clôture de l'acquisition des actions ReKoDe. Les conditions de cette convention sont parfaitement en ligne avec les conditions normales de marché ;
- en janvier 2020, la Société a souscrit à une ouverture de crédit de 25.000.000 EUR auprès de Belfius Banque SA/NV. Les conditions de cette ligne de crédit sont conformes aux conditions normales de marché et parfaitement en ligne avec celles obtenues auprès des autres banquiers ayant concédé des lignes de crédit à Inclusio.

8.15 Politique en matière de conflits d'intérêts

8.15.1 Général

Les dispositions légales de prévention de conflits d'intérêts qui s'appliqueront à la Société sont les articles 7:96 et 7:97 du CSA ainsi que les règles spécifiques en matière de conflits d'intérêts figurant dans la législation applicable aux SIR. Le Conseil d'Administration applique les procédures prévues par ces règles lorsqu'un administrateur a un intérêt opposé à celui de la Société.

Le Conseil d'Administration s'est imposé les règles préventives ci-dessous, s'ajoutant aux règles légales applicables.

Toutes les fois qu'il serait contraire à l'intérêt des actionnaires de la Société que l'administrateur concerné soit informé des conditions auxquelles la Société envisage de conclure une opération, les notes de préparation ne lui sont pas envoyées, il s'abstient d'assister à la délibération du Conseil d'Administration relative à cette opération et le point fait l'objet d'une annexe au procès-verbal, qui ne lui est pas communiquée.

En outre, il peut se produire qu'une opération soumise au Conseil d'Administration (par exemple : acquisition d'un immeuble dans le cadre d'un processus d'enchères) soit susceptible d'intéresser une autre société dans laquelle un administrateur a un mandat. Dans une telle hypothèse, qui peut impliquer dans certains cas un conflit de fonctions, la Société a décidé d'appliquer une procédure calquée en grande partie sur celle prévue par l'article 7:96 du CSA en matière de conflits d'intérêts. L'administrateur concerné signale immédiatement au président du Conseil d'Administration et au CEO l'existence d'une telle situation. Autant que faire se peut, le CEO veille également à identifier l'existence d'une telle situation.

Une fois le risque identifié, l'administrateur concerné et le président du Conseil d'Administration ou le CEO examinent ensemble si les procédures de « *Chinese walls* » adoptées au sein de l'entité dont fait partie l'administrateur concerné permettent de considérer qu'il peut, sans conteste, et sous sa seule responsabilité, assister aux réunions du Conseil d'Administration. Au cas où de telles procédures n'auraient pas été mises en place ou au cas où l'administrateur concerné ou le Conseil d'Administration estimerait qu'il est plus judicieux que l'administrateur concerné s'abstienne, ce dernier se retire du processus de délibération et de décision : les notes de préparation ne lui sont pas envoyées, il se retire de la réunion du conseil d'administration lorsque le point y est discuté et ce point fait l'objet d'une annexe au procès-verbal qui ne lui est pas communiquée.

8.15.2 Gestion des conflits d'intérêts potentiels existant

Dès le moment où les actions de ReKoDe sont cédées à Inclusio, c'est-à-dire immédiatement après la clôture de l'Offre (voir Sections 5.2 et 5.3), il n'y a plus de conflits d'intérêt structurels entre les administrateurs, les membres de la direction générale et la Société. Il peut toutefois arriver que ponctuellement l'un ou l'autre administrateur ou membre de la direction présente un conflit d'intérêt par rapport aux intérêts de la Société.

Il pourrait en être ainsi si Re-Vive (qui a comme Chief Legal Officer Bart De Zutter et membre du comité de direction) ou l'un des fonds dont Re-Vive assure la gestion, ou encore François de Borchgrave (i) présentent à Inclusio une opportunité d'investissement dans un projet qu'ils développent ou un immeuble dont ils sont propriétaires ou (ii) faisait offre de services dans l'une ou l'autre opération examinée par Inclusio.

Si de telles situations se présentaient à l'avenir, le Conseil d'Administration les traitera dans le respect des règles en

matière de conflit d'intérêts rappelées ci-dessus. Ces opérations devront en outre conclues aux conditions normales de marché.

Aucun accord n'a été conclu entre la Société et ses principaux actionnaires ou clients, fournisseurs ou autres, en vertu duquel l'un des administrateurs ou membres de la direction effective a été sélectionné.

Rappelons à cet égard que les Statuts reconnaissent le droit à chacun des Promoteurs de la Société de présenter chacun 1 représentant au Conseil d'Administration d'Inclusio pour une durée prenant fin lors de l'assemblée générale ordinaire de la Société à tenir en 2032, les durées de ces mandats successifs ne dépassant pas 4 ans. L'assemblée générale des actionnaires de Inclusio reste toutefois souveraine en la matière.

La Société déclare qu'a priori, et hormis les cas éventuels identifiés ci-dessus par rapport à Re-Vive ou François de Borchgrave, elle est dans une situation d'absence de conflits d'intérêt et que si une telle situation devait se présenter, les règles applicables en la matière seront strictement respectées.

9 INFORMATIONS SUR LE CAPITAL ET LES ACTIONS OFFERTES

9.1 Général

La Société a la forme d'une société anonyme (*naamloze vennootschap*) et est régie par le droit belge. Conformément aux dispositions du CSA, la responsabilité des actionnaires de la Société est en principe limitée à leur apport respectif au capital de la Société. La Société est enregistrée auprès du registre des personnes morales de Bruxelles sous le numéro d'entreprise 0840.020.295 et son identifiant d'entité juridique (« **LEI** ») est le 967600NU10CMHYJZUH44 – Inclusio SA. Le siège de la Société est situé 40 Avenue Herrmann-Debroux, 1160 Bruxelles (Belgique).

9.2 Capital

9.2.1 Capital et actions

A la date de ce Prospectus, le capital de la Société s'élève à 86.592.300,00 EUR et est représenté par 4.329.615 actions ordinaires sans désignation de valeur nominale, représentant toutes une fraction équivalente du capital. Les actions sont intégralement libérées. La Société n'a émis aucune autre forme d'instruments financiers.

Inclusio ne détient pas d'actions propres. ReKoDe, dont les actions seront acquises par la Société à l'issue du règlement-livraison de l'Offre, détient quant à elle cinq actions de la Société.

Un tableau reprenant l'historique du capital de la Société depuis sa création est repris à la Section 9.2.3.

9.2.2 Capital autorisé

L'assemblée générale du 29 octobre 2020 a conféré au Conseil d'Administration une autorisation d'augmenter le capital en une ou plusieurs fois à concurrence d'un montant maximal égal au capital de la Société à la clôture de l'Offre, aux dates et suivant les modalités à fixer par le Conseil d'Administration, conformément aux dispositions légales applicables. En cas d'augmentation de capital accompagnée du versement ou de la comptabilisation d'une prime d'émission, seul le montant porté au capital sera soustrait du montant restant utilisable du capital autorisé. Cette autorisation est valable jusqu'au 12 novembre 2025.

9.2.3 Historique du capital depuis la constitution le 06/11/2011

	Nombre d'actions créées	Nombre cumulé d'actions	Capital souscrit	Capital souscrit cumulé
Acte du 06/11/2011 (constitution)	615	615	61.500 EUR	61.500 EUR
Acte du 23/12/2011	25.215	25.830	2.521.500 EUR	2.583.000 EUR
Acte du 23/09/2014	34.000	59.830	3.400.000 EUR	5.983.000 EUR
Acte du 20/05/2015	58.025	117.855	5.802.500 EUR	11.758.000 EUR
Acte du 24/06/2016	71.506	189.361	7.150.600 EUR	18.936.100 EUR
Acte du 29/09/2016	95.342	284.703	9.534.200 EUR	28.470.300 EUR
Acte du 17/05/2017	169.033	453.736	16.903.300 EUR	45.373.600 EUR
Acte du 22/12/2017	98.424	552.160	9.842.400 EUR	55.216.000 EUR
Acte du 03/04/2019	313.763	865.923	31.376.300 EUR	86.592.300 EUR
Sous-total avant acte du 29/10/2020	865.923	865.923	86.592.300 EUR	86.592.300 EUR
Acte du 29/10/2020 (division du nombre d'actions)	4.329.615	4.329.615	86.592.300 EUR	86.592.300 EUR
TOTAL	4.329.615		86.592.300 EUR	

Il n'y a pas de différentes catégories d'actions et toutes les actions jouissent des mêmes droits. Au cours de la période couverte par les informations financières historiques toutes les augmentations de capital se sont faites en numéraire.

Les 5 actions de Inclusio détenues par ReKoDe et qui seront détenues en auto-contrôle par Inclusio après le rachat de ReKoDe (voir Section 5.3) seront revendues à bref délai par Inclusio.

9.2.4 Estimation du capital suite à l'augmentation de capital prévue à la Date de Clôture

Dans le cas où l'ensemble des Actions Offertes sont souscrites dans le cadre de l'Offre, le capital de la Société s'élèvera à 143.751.160,00 EUR.

	Montant souscrit (en ce compris la prime d'émission) (EUR)	Augmentation de capital (prime d'émission exclue) (EUR)	Nombre d'Actions
En cas de souscription totale de l'Offre	59.999.993,20	56.074.760,00	2.803.738
Emission des Actions Vendeurs ReKoDe	1.159.987,00	1.084.100,00	54.205
Total	61.159.980,20	57.158.860,00	2.857.943

9.3 Les Actions Offertes

Les Actions Offertes sont émises conformément au droit belge et sont des actions ordinaires, sans valeur nominale, entièrement libérées et avec le même droit de vote. Le code ISIN des Actions Offertes est BE0974374069.

Les Actions Offertes auront les mêmes droits que les actions existantes et occuperont le dernier rang dans la structure de capital en cas d'insolvabilité de la Société.

9.3.1 Droit applicable et juridiction

L'Offre et les Actions Offertes sont régies par le droit belge. Les cours et tribunaux compétents pour connaître de tout litige relatif à l'Offre ou aux Actions Offertes seront déterminés conformément aux règles applicables.

9.3.2 Forme des Actions Offertes

Les Actions Offertes seront remises sous la forme dématérialisée (inscription en compte). Les Actionnaires peuvent demander à la Société de convertir leurs actions dématérialisées en actions nominatives, ou inversement, conformément aux Statuts. L'établissement financier auprès duquel l'actionnaire détient des actions dématérialisées peut facturer des frais de conversion, qui varient selon les établissements (la Société ne facture pas de frais à l'occasion d'une telle conversion). Euroclear, Boulevard Roi Albert II 1, 1210 Bruxelles est en charge des écritures.

9.3.3 Devise

L'Offre est en EUR.

9.3.4 Restrictions à la libre cessibilité des Actions Offertes

Les Actions Offertes sont librement cessibles. Chaque détenteur d'actions peut librement céder tout ou partie de ses actions, sous réserve des engagements de lock-up s'appliquant à certains actionnaires (voir Section 12.3).

9.3.5 *Droit au dividende attaché aux Actions Offertes et participation aux bénéfices distribuables*

Les Actions Offertes donneront droit à un dividende non garanti pour l'intégralité de l'exercice débuté le 1^{er} janvier 2020 et des exercices suivants dans les limites imposées par le CSA. Ceci implique qu'aucune distribution ne peut être faite lorsque l'actif net, tel qu'il résulte des comptes annuels statutaires, est, ou deviendrait, à la suite d'une telle distribution, inférieur au montant du capital libéré ou, si ce montant est supérieur, du capital appelé, augmenté de toutes les réserves que la loi ou les statuts ne permettent pas de distribuer. Pour l'application de cette règle, la partie non-amortie de la plus-value de réévaluation est assimilée à une réserve légalement indisponible (Article 7:212 CSA). Voyez la Section 4.5 au sujet de la politique de dividende. Voyez également la Section 0. En outre, conformément à l'Article 13 de l'Arrêté Royal SIR, la Société est dans l'obligation de distribuer minimum 80% de son résultat tel que défini dans la Loi SIR. Le droit au dividende est le même pour les Actions Offertes que pour les actions existantes à la date de l'offre. Le droit au paiement de dividendes expire cinq (5) ans après la déclaration de dividende payable par le Conseil d'Administration. La prescription opérera au profit de la Société. Voir également la Section 4.5 au sujet de la politique de dividende. Toutes les actions participent de la même manière aux bénéfices (éventuels) de la Société, en compris les bénéfices de l'exercice à clôturer le 31 décembre 2020.

La distribution d'un dividende relève en principe de la compétence de l'assemblée générale. Conformément aux Statuts, le Conseil d'Administration est néanmoins habilité à distribuer un acompte à imputer sur le dividende qui sera distribué sur les résultats de l'exercice.

Voyez également les articles 27 et 28 des Statuts pour les règles relatives aux dividendes.

9.3.6 *Autres droits attachés aux Actions Offertes*

Les Actions Offertes ont les mêmes droits que les actions existantes, à savoir les actions de la Société existantes au moment de l'Offre (les « **Actions Existantes** »). Les principaux droits sont résumés ci-après.

- *Droit de participer aux assemblées générales*

Chaque Actionnaire a le droit de participer aux assemblées générales conformément aux dispositions du CSA. Les Statuts déterminent les formalités que les actionnaires doivent accomplir pour être admis à l'assemblée générale. Le CSA prévoit également que le droit de participer à une assemblée générale d'une société cotée et d'y exercer le droit de vote est subordonné à l'enregistrement comptable des actions au nom de l'actionnaire le quatorzième jour qui précède l'assemblée générale, à vingt-quatre heures (heure belge), soit par leur inscription dans le registre des actions nominatives de la société, soit par leur inscription dans les comptes d'un teneur de comptes agréé ou d'un organisme de liquidation, sans qu'il soit tenu compte du nombre d'actions détenues par l'actionnaire au jour de l'assemblée générale (Article 7:134 CSA).

- *Droit de vote*

Chaque action donne droit à une voix qui peut être exercée lors des assemblées générales conformément aux dispositions du CSA. Les droits de vote peuvent toutefois être suspendus à l'égard des actions, dans les cas suivants (de façon non limitative et sans que la présente liste ne soit exhaustive) :

- qui ne sont pas entièrement libérées, nonobstant la demande faite à cet égard par le Conseil d'Administration de la Société ;

- auxquelles plus d'une personne a droit, sauf dans le cas où un seul représentant est nommé pour exercer le droit de vote ;
- qui confèrent à leurs détenteurs des droits de vote au-delà du seuil de 3%, 5 % ou de tout multiple de 5 % du nombre total de droits de vote attachés aux instruments financiers en circulation de la Société à la date de l'assemblée générale des actionnaires concernée, sauf dans le cas où l'actionnaire concerné a informé la Société et la FSMA au moins 20 jours avant la date de l'assemblée générale des actionnaires (voir Section 9.5 (*Notification des participations importantes*)) que sa participation a atteint ou a dépassé les seuils susmentionnés ; et
- dont le droit de vote a été suspendu par un tribunal compétent.

Tous les actionnaires ayant droit de vote peuvent voter eux-mêmes ou par procuration. L'actionnaire d'une société cotée ne peut désigner, pour une assemblée générale donnée, qu'une seule personne comme mandataire. Par dérogation à la phrase précédente, a) l'actionnaire peut désigner un mandataire distinct par forme d'actions qu'il détient, ainsi que par compte-titres s'il détient des actions d'une société cotée sur plus d'un compte-titres; b) la personne qualifiée d'actionnaire, mais qui agit à titre professionnel pour le compte d'autres personnes physiques ou morales, peut donner procuration à chacune de ces autres personnes physiques ou morales ou à une tierce personne désignée par celles-ci. La procuration doit parvenir à la société au plus tard le sixième jour qui précède la date de l'assemblée. Pour le calcul des règles de quorum et de majorité, seules sont prises en compte les procurations communiquées par des actionnaires qui satisfont aux formalités d'admission (Articles 7:142 et 7:143 du CSA).

- *Droits de préférence*

En cas d'augmentation de capital contre apport en numéraire, chaque Actionnaire dispose en principe d'un droit de préférence lui permettant de souscrire aux actions nouvelles proportionnellement à sa participation existante. L'article 7:191 du CSA permet de limiter ou de supprimer ce droit de préférence dans l'intérêt social moyennant le respect des conditions de quorum et de majorité requises pour la modification des statuts. Cette proposition doit être spécialement annoncée dans la convocation de l'assemblée générale. Dans ce cas le conseil d'administration justifie dans un rapport qui explicite les raisons de la limitation ou de la suppression du droit de préférence et indique quelles en sont les conséquences pour les droits patrimoniaux et les droits sociaux des actionnaires. Le commissaire évalue dans un rapport si les données financières et comptables contenues dans le rapport que le conseil d'administration a établi sont fidèles et suffisantes dans tous leurs aspects significatifs pour éclairer l'assemblée générale appelée à voter sur cette proposition.

Sans préjudice des articles du CSA susmentionnés, conformément à la Loi SIR, le droit de préférence peut seulement être limité ou supprimé à condition qu'un droit d'allocation irréductible soit accordé aux Actionnaires existants lors de l'attribution des nouveaux titres. Dans un tel cas, le droit d'allocation irréductible (i) porte sur l'entièreté des titres nouvellement émis, (ii) est accordé aux actionnaires proportionnellement à la partie du capital que représentent leurs actions au moment de l'opération, (iii) un prix maximum par action est annoncé au plus tard la veille de l'ouverture de la période de souscription publique et (iv) la période de souscription publique doit dans ce cas avoir une durée minimale de trois jours de bourse.

Ce droit d'allocation irréductible ne doit toutefois pas être accordé si l'augmentation de capital est effectuée par la voie du capital autorisé et que le montant cumulé des augmentations de capital effectuées sans droit d'allocation irréductible, sur une période de douze mois ne dépasse pas 10 % du montant du capital (tel qu'il se présentait au moment de la décision d'augmentation de capital). Par ailleurs, le droit d'allocation irréductible ne sera pas applicable en cas d'apport en numéraire avec limitation ou suppression du droit de préférence, complémentaire à un apport en nature dans le cadre de la distribution d'un dividende optionnel, pour autant que l'octroi de celui-ci soit effectivement ouvert à tous les

actionnaires.

- *Participation au boni de liquidation*

En cas de liquidation de la Société, l'actif net de cette dernière, après le règlement intégral de ses dettes, de ses charges et des dépenses liées à la liquidation, doit être réparti de façon égale entre toutes les actions, après déduction de la partie des actions qui ne sont pas entièrement libérées, le cas échéant conformément au CSA. Au sujet de la liquidation voyez les articles 7:76 à 7:104 du CSA.

9.3.7 *Taux du précompte mobilier applicable aux dividendes*

Un précompte mobilier belge de 30 % est normalement prélevé sur les dividendes, sous réserve d'une exonération ou réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions de droit fiscal interne belge ou des conventions préventives de la double imposition applicables. Pour le surplus il est renvoyé à la Section 10.2 ci-après.

9.4 Dispositions pouvant différer ou empêcher un changement de contrôle

Les circonstances suivantes peuvent être de nature à différer un changement de contrôle :

- À la clôture de l'Offre, les trois Promoteurs d'Inclusio disposeront chacun du droit de présenter des candidats pour 1 poste d'administrateur au sein du conseil d'administration, ce jusqu'en 2032 (voir Section 8.2); ce droit de présentation ne confère néanmoins pas le contrôle de la Société aux Promoteurs. Voir l'article 3 des Statuts ;
- Pour conserver son agrément en tant que SIRP, la Société est tenue de disposer d'un free float de 30 % au moins au sein de son actionnariat. Cette exigence peut être de nature à dissuader un rachat de l'intégralité des actions de la Société dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ;
- En vertu de la décision prise lors de l'assemblée générale extraordinaire du 29 octobre 2020, le Conseil d'Administration est habilité à augmenter le capital dans le cadre du capital autorisé pour un montant maximum égal au capital de la Société à la clôture de l'Offre, en ce compris dans le cadre d'une offre publique d'acquisition. Cette autorisation est valable pour une durée de cinq ans. Voir également l'article 5.2 des Statuts;
- Le Conseil d'Administration est spécialement autorisé, pour une durée de 3 ans à compter de la publication au Moniteur belge de la décision de l'assemblée générale extraordinaire du 29 octobre 2020, à acquérir, prendre en gage et aliéner pour compte de la Société, des actions propres de la Société sans décision préalable de l'assemblée générale, lorsque cette acquisition, cette prise en gage ou cette aliénation est nécessaire pour éviter à la Société un dommage grave et imminent. En outre, pendant une période de 5 ans à compter de la publication au Moniteur belge de la décision de l'assemblée générale extraordinaire du 29 octobre 2020, le Conseil d'Administration pourra acquérir et prendre en gage (même hors bourse) pour compte de la Société des actions propres de la Société à un prix unitaire qui ne peut pas être inférieur à 80% du cours de bourse de clôture du jour précédant la date de la transaction (acquisition et prise en gage) et qui ne peut pas être supérieur à 120% du cours de bourse de clôture du jour précédant la date de la transaction (acquisition et prise en gage) sans que la Société ne puisse à aucun moment détenir plus de 20% du total des actions émises. Voir article 5.3 des Statuts.

9.5 Notification des participations importantes

Conformément à la loi belge du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses (la « **Loi Transparence** »), une notification à la Société et à la FSMA est requise par toute personne physique et morale lorsqu'à la suite d'un événement donnant lieu à notification, la quotité de droits de vote atteint, dépasse ou tombe sous un seuil de 3 %, 5 % ou tout multiple de 5 % du total des droits de vote. Sous réserve de quelques exceptions, les événements donnant lieu à notification sont les suivants:

- une acquisition ou cession de titres avec droit de vote, de droits de vote ou d'instruments financiers qui sont traités comme des titres conférant le droit de vote ;
- la conclusion, la modification ou la résiliation d'une convention d'action de concert ;
- l'acquisition ou la cession du contrôle d'une entité qui détient les titres avec droit de vote dans la Société.

La notification doit être faite dans les meilleurs délais et au plus tard dans les quatre jours de négociation suivant la survenance de l'événement déclencheur. Lorsque la Société reçoit une telle notification, elle doit publier les informations contenues dans cette notification dans les trois jours de négociation suivant la réception.

Lors d'une assemblée des actionnaires, aucun actionnaire ne peut exprimer un nombre de voix supérieur à celui attaché aux droits ou aux titres qu'il a communiqués en vertu de la Loi Transparence au moins 20 jours avant la date de l'assemblée des actionnaires, sous réserve de certaines exceptions.

9.6 Règles en matière d'OPA obligatoires

Les offres publiques d'acquisition d'actions et d'autres titres donnant accès à des droits de vote (comme les droits de souscription ou les obligations convertibles, le cas échéant) sont soumises à la supervision de la FSMA. Les offres publiques d'acquisition doivent être étendues à l'ensemble des titres avec droit de vote, ainsi qu'à tous les autres titres donnant accès aux droits de vote. Avant de présenter une offre, un offrant doit publier un prospectus, qui doit être approuvé par la FSMA avant la diffusion.

La Belgique a transposé la treizième Directive en matière de droit des sociétés (Directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004) par le biais de la loi belge du 1^{er} avril 2007 relatives aux offres publiques d'acquisition (la « **Loi OPA** ») et de l'Arrêté Royal Belge du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition (l'« **Arrêté Royal OPA** »). La Loi OPA prévoit qu'une offre obligatoire doit être lancée si une personne, du fait d'une acquisition réalisée par ses soins ou par des personnes agissant de concert avec elle ou par des personnes agissant pour leur compte, détient directement ou indirectement, plus de 30 % des titres avec droit de vote d'une société ayant son siège en Belgique et dont au moins une partie des titres avec droit de vote est négociée sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation désigné par l'Arrêté Royal OPA. Le simple fait de dépasser le seuil pertinent via l'acquisition d'actions donnera lieu à une offre obligatoire, que le prix payé lors de l'opération concernée soit supérieur ou non au prix de marché actuel. L'obligation de lancer une offre obligatoire ne s'applique pas dans certains cas énoncés dans l'Arrêté Royal OPA comme (i) dans le cas d'une acquisition où il peut être démontré qu'un tiers exerce un contrôle sur la société ou que cette partie détient une participation plus importante que celle de la personne détenant 30 % des titres avec droit de vote ou (ii) en cas d'augmentation de capital avec droits de souscription préférentiels décidée par l'assemblée générale des actionnaires.

Plusieurs dispositions du droit des sociétés belge ainsi que certaines autres dispositions de droit belge, comme l'obligation de déclarer des participations importantes (voir la Section 9.5 « Notification des participations importantes » ci-dessus) et le contrôle des concentrations, peuvent s'appliquer à la Société et peuvent créer des obstacles face à une offre publique d'acquisition non sollicitée, une fusion, un changement de la direction ou d'autres changements de contrôle. Ces dispositions pourraient décourager les tentatives de rachat potentielles que les autres actionnaires pourraient considérer comme étant dans leur intérêt et pourraient avoir un impact négatif sur le prix de marché des Actions. Ces dispositions peuvent également avoir pour effet de priver les actionnaires de la possibilité de vendre leurs Actions avec une prime. En outre, conformément au droit des sociétés belge, le conseil d'administration des sociétés belges peut, dans certaines circonstances et sous réserve de l'autorisation préalable des actionnaires, décourager ou faire échouer les offres publiques d'acquisition par le biais d'émissions dilutives de titres de capitaux propres (en vertu du « capital autorisé ») ou par le biais de rachats d'actions (c'est à dire l'acquisition d'actions propres).

Par ailleurs, il convient de rappeler que la Législation SIR impose un free float de 30 % et que le non-respect de cette obligation pourrait mener à la radiation de la Société en tant que SIRP.

9.7 Offre de reprise

En vertu de l'article 7:82 du CSA ou des arrêtés pris en exécution de celui-ci, une ou plusieurs personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert, qui détiennent, directement ou indirectement, au moins 95 % des titres avec droit de vote d'une société cotée, sont habilitées à acquérir la totalité des titres avec droit de vote de cette société à la suite d'une offre publique de reprise. Les titres qui ne sont pas volontairement offerts en réponse à une telle offre sont réputés être cédés de plein droit à l'offrant à la fin de la procédure. À l'issue de la procédure de reprise, la Société n'est plus considérée comme une société cotée. La contrepartie des titres doit être versée en espèces et représenter la juste valeur (vérifiée par un expert indépendant) afin de préserver les intérêts des actionnaires cédants.

Une offre de reprise est également possible à l'issue d'une offre publique volontaire, à condition que l'offrant détienne au moins 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des titres avec droit de vote de la société. Dans ce cas, l'offrant peut exiger que tous les détenteurs de titres restants lui vendent leurs titres au prix de l'offre, à condition qu'il ait acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre. Les titres qui ne sont pas volontairement offerts en réponse à une telle offre sont réputés être de plein droit cédés à l'offrant à la fin de la procédure.

9.8 Droit de vente

Dans les trois mois suivant l'expiration de la période d'acceptation d'une offre publique d'acquisition, les détenteurs de titres conférant le droit de vote ou de titres donnant accès au droit de vote peuvent exiger de l'offrant, agissant seul ou de concert, qui possède 95 % du capital assorti de droits de vote et 95 % des titres avec droit de vote à la suite d'une offre publique, qu'il leur achète leurs titres au prix de l'offre, à condition que, dans le cas d'une offre publique d'acquisition volontaire, que l'offrant ait acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre.

10 FISCALITÉ AFFÉRENTE AUX ACTIONS

10.1 Régime fiscal applicable en Belgique

Veillez noter que le droit fiscal belge et le droit fiscal de l'État membre de l'investisseur sont susceptibles d'avoir une incidence sur les revenus tirés des Actions.

Les paragraphes ci-dessous résument certaines conséquences en matière de fiscalité belge sur les revenus relatifs à l'acquisition, la détention et la cession d'Actions par un investisseur qui acquiert ces Actions dans le cadre de la présente Offre. Ce résumé est fondé sur les lois, les traités, la réglementation et les interprétations administratives en vigueur en Belgique à la date du présent Prospectus, ceux-ci étant tous sujets à modification, éventuellement avec effet rétroactif.

Les investisseurs doivent être attentifs au fait que, compte tenu des évolutions de la législation ou de la pratique, les éventuelles conséquences fiscales peuvent différer de ce qui est indiqué ci-après.

Ce résumé n'a pas pour objet d'aborder toutes les conséquences fiscales relatives à l'acquisition, la détention et la cession d'Actions et ne tient pas compte de la situation particulière de certains investisseurs qui peuvent être soumis à des règles particulières ou aux législations fiscales de tout autre pays que la Belgique. Le présent résumé ne décrit pas le traitement fiscal des investisseurs soumis à des règles particulières comme les banques, les compagnies d'assurance, les organismes de placement collectif, les courtiers en valeurs mobilières ou en devises, les personnes qui détiennent ou détiendront les Actions dans le cadre d'une position liée à des options doubles (« **straddle** »), d'une convention de cession-rétrocession (« **share-repurchase** ») ou d'une opération de conversion, d'un titre synthétique ou d'autres opérations financières intégrées. Le présent résumé ne traite pas des impôts locaux qui peuvent être dus dans le cadre d'un investissement dans les Actions, à l'exception des additionnels locaux belges qui varient généralement de 0 à 9 % de l'impôt sur les revenus dû par l'investisseur.

Pour les besoins du présent résumé, un résident belge est une personne physique assujettie à l'impôt belge des personnes physiques (c.-à-d., une personne ayant son domicile ou le siège de sa fortune en Belgique ou une personne assimilée à un résident pour les besoins de la législation fiscale belge), une société assujettie à l'impôt belge des sociétés (c.-à-d., une personne morale ayant son principal établissement, son siège de direction ou d'administration en Belgique et qui n'est pas exclue du champ d'application de l'impôt belge des sociétés), un organisme de financement de pensions assujetti à l'impôt belge des sociétés (c.-à-d., un fonds de pension belge constitué sous la forme d'un organisme de financement des pensions) ou une personne morale assujettie à l'impôt belge des personnes morales (c.-à-d., une personne morale autre qu'une société assujettie à l'impôt belge des sociétés, dont l'établissement principal, le siège administratif ou le siège de direction est situé en Belgique).

Est un investisseur non résident toute personne qui n'est pas un résident belge tel que défini ci-avant.

L'information reprise ci-dessous ne constitue pas un avis ou une recommandation juridique ou fiscal(e) et ne doit pas être considérée ou interprétée comme tel. Les investisseurs sont invités à consulter leurs propres conseillers fiscaux concernant les conséquences fiscales d'un investissement dans les Actions, à la lumière de leur situation particulière, y compris l'incidence de toute législation étatique, locale ou nationale.

10.2 Dividendes

Au regard de la fiscalité belge sur les revenus, le montant brut de tous les avantages payés sur les Actions ou attribués aux Actions est généralement traité comme une distribution de dividendes. A titre d'exception, le remboursement du capital de la Société opéré en exécution d'une décision régulière de la Société conformément au CSA n'est pas traité comme une distribution de dividende, dans la mesure où ce remboursement est imputé au capital fiscal. Ce capital fiscal comprend, en principe, le capital libéré et, sous réserve de certaines conditions, les primes d'émission réellement libérées et les montants en numéraire souscrits au moment de l'émission de parts bénéficiaires. La question de savoir si un remboursement est imputé sur le capital fiscal dépendra des réserves taxées (et de certaines réserves non taxées) de la Société. Toute réduction de capital est réputée s'effectuer au pro rata du capital fiscal et de certaines réserves (c.-à-d., et dans l'ordre suivant : les réserves taxées incorporées dans le capital, les réserves taxées non incorporées dans le capital et les réserves exonérées d'impôt incorporées dans le capital). La partie de la réduction de capital qui est réputée prélevée sur les réserves sera considérée comme une distribution imposable de dividendes. Seule la partie représentant la réduction de capital qui est réputée avoir été prélevée sur le capital fiscal peut, sous réserve de certaines conditions et aux fins du précompte mobilier belge, ne pas être considérée comme une distribution de dividendes.

Un précompte mobilier belge de 30 % est normalement prélevé sur les dividendes, sous réserve d'une exonération ou réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions de droit fiscal interne belge ou des conventions préventives de la double imposition applicables.

En cas de rachat d'Actions, le prix de rachat (après déduction de la quote-part de la valeur réévaluée du capital libéré représenté par les Actions rachetées) sera traité comme un dividende soumis au précompte mobilier belge de 30 %, sous réserve d'une exonération ou réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions de droit fiscal interne belge ou des conventions préventives de la double imposition applicables. Aucun précompte mobilier belge ne sera dû si ce rachat est effectué sur Euronext ou sur un marché réglementé similaire et s'il remplit certaines conditions.

En cas de liquidation de la Société, tout montant distribué excédant le capital fiscal (le cas échéant, réévalué) sera en principe soumis à un précompte mobilier de 30 %, sous réserve de l'exonération ou de la réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions de droit fiscal interne belge ou des conventions préventives de la double imposition applicables.

L'éventuel précompte mobilier non belge sur les dividendes ne sera, ni imputable sur l'impôt belge sur les revenus, ni remboursable dans la mesure où il excède l'impôt belge sur les revenus dû.

En vertu de la Loi belge du 11 janvier 2019 relative aux mesures de lutte contre la fraude et l'évasion fiscales en matière de précompte mobilier (entrée en vigueur le 22 janvier 2019) et la Loi belge du 28 avril 2019 portant des dispositions fiscales diverses et modifiant l'article 1^{er}, § 1^{ter}, de la loi du 5 avril 1955 (entrée en vigueur le 16 mai 2019), le précompte mobilier belge peut être exigé d'un détenteur d'Actions s'il s'agit des dividendes pour lesquels le précompte a été remboursé indûment au bénéficiaire des revenus ou qui ont été recueillis abusivement en exemption de précompte a) sur la base d'une attestation inexacte ou b) sur des comptes d'épargne collectifs ou individuels ne satisfaisant pas à certaines conditions d'exemption.

10.3 Personnes physiques résidentes

Pour les personnes physiques résidentes belges qui ont acquis et détiennent des Actions en tant que placement privé, le précompte mobilier belge sur les dividendes est en principe entièrement libératoire, de sorte qu'il peut constituer l'imposition définitive sur ces dividendes à l'impôt des personnes physiques. Ces personnes ne sont, dans ce cas, pas tenues de déclarer les dividendes dans leur déclaration fiscale personnelle à l'impôt des personnes physiques. Elles peuvent, toutefois, choisir de déclarer les dividendes dans leur déclaration à l'impôt des personnes physiques. Lorsque le bénéficiaire opte pour la déclaration des dividendes, ceux-ci seront normalement imposables au taux ordinaire de 30 % applicable au précompte mobilier sur les dividendes ou, s'ils sont inférieurs, aux taux progressifs par tranches de l'impôt des personnes physiques applicables au revenu global déclaré de ce contribuable. Si le bénéficiaire déclare les dividendes, l'impôt dû sur ceux-ci ne sera pas majoré des additionnels locaux. En outre, si les dividendes sont déclarés, le précompte mobilier belge sur les dividendes retenus à la source peut être imputé sur l'impôt des personnes physiques et est remboursable dans la mesure où il excède ledit impôt, à condition que l'attribution des dividendes n'entraîne pas une réduction de valeur ou une moins-value sur les Actions. Cette dernière condition ne s'applique pas si le bénéficiaire peut démontrer qu'il a détenu les Actions en pleine propriété pendant une période ininterrompue de 12 mois précédant le paiement ou l'attribution des dividendes.

En ce qui concerne les dividendes payés ou attribués à compter du 1^{er} janvier 2018, une exonération d'impôt des personnes physiques pourrait, en principe, être demandée par les personnes physiques résidentes belges dans leur déclaration à l'impôt des personnes physiques pour une première tranche de revenu de dividendes d'un montant maximal de 812 EUR (exercice d'imposition 2021 - année de revenus 2020), sous réserve de certaines conditions et formalités. Les bonis de liquidation et d'acquisition ne peuvent pas bénéficier de l'exemption décrite ci-dessous, quand bien même le seuil de 812 EUR ne serait pas atteint. Cette exemption s'applique par contribuable et par an. Afin d'éviter toute ambiguïté, tous les dividendes déclarés (et donc pas uniquement les dividendes distribués sur les Actions) sont pris en compte pour déterminer si ledit montant maximal est atteint ou non.

Pour les personnes physiques résidentes belges qui ont acquis et détiennent les Actions à titre professionnel, le précompte mobilier belge n'est pas libératoire. Les dividendes perçus doivent être déclarés par l'investisseur et seront, dans ce cas, imposables au taux d'impôt des personnes physiques progressif qui lui est applicable, majoré des additionnels locaux. Le précompte mobilier belge retenu à la source peut être imputé sur l'impôt des personnes physiques et est remboursable dans la mesure où il excède ledit impôt, à deux conditions :

- i. le contribuable doit détenir les Actions Offertes en pleine propriété à la date à laquelle les ayants droit des dividendes sont identifiés; et
- ii. l'attribution ou la mise en paiement des dividendes ne peut pas entraîner une réduction de valeur ou une moins-value sur les Actions. Cette dernière condition n'est pas applicable si l'investisseur peut prouver qu'il a détenu les Actions Offertes en pleine propriété pendant une période ininterrompue de 12 mois précédant le paiement ou l'attribution des dividendes.

10.4 Sociétés résidentes

10.4.1 Impôt des sociétés

Pour les sociétés résidentes belges, les revenus bruts des dividendes (déduction faite de tout précompte mobilier non belge mais incluant tout précompte mobilier belge) doivent être déclarés dans la déclaration à l'impôt des sociétés et seront soumis au taux d'imposition ordinaire de l'impôt des sociétés de 25 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1^{er} janvier 2020). Sous réserve de certaines conditions, un taux réduit d'impôt des sociétés de 20 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1^{er} janvier 2020) s'applique aux petites sociétés (telles que définies à l'article 1:24, paragraphes 1 à 6 du CSA) pour la première tranche de 100.000 EUR des bénéfices imposables.

En principe, les dividendes distribués par la Société ne sont pas éligibles à la déduction des Revenus Définitivement Taxés (« **RDT** », permettant une déduction jusqu'à 100 % des dividendes bruts inclus dans les bénéfices imposables pour les dividendes sur les participations éligibles), car l'émetteur en tant que SIRP bénéficie d'un régime fiscal dérogatoire de sorte que la condition de taxation prévue à l'article 203 du CIR n'est pas satisfaite.

Les dividendes distribués par la Société seront néanmoins éligibles à la déduction RDT pour autant et dans la mesure où les dividendes payés par la Société proviennent de revenus de biens immobiliers qui (i) sont situés dans un autre État membre de l'Union européenne ou dans un État avec lequel la Belgique a conclu une convention préventive de la double imposition à condition que cette convention ou un quelconque autre accord prévoit l'échange de renseignements nécessaires pour appliquer les dispositions de la législation nationale des États contractants; et (ii) ont été soumis à l'impôt des sociétés, à l'impôt des non-résidents ou à un impôt étranger analogue à ces impôts, et ne bénéficient pas d'un régime d'imposition distinct exorbitant du droit commun (article 203, §2, 6^{ième} paragraphe CIR 92).

En outre, les dividendes distribués par la Société sont éligibles à la déduction RDT pour autant et dans la mesure où ces dividendes proviennent de dividendes qui répondent eux-mêmes aux conditions de déduction (c-à-d les conditions dites « soumises à l'impôt ») visées à l'article 203, § 1, alinéa 1, 1^o à 4^o du CIR 92 ou de plus-values qu'elle a réalisées sur des actions ou parts susceptibles d'être exonérées en vertu de l'article 192, § 1^{er}, et à condition que les statuts prévoient la distribution annuelle d'au moins 80 % des revenus qu'elle a recueilli, déduction faite des rémunérations, commissions et frais (article 203, § 2, deuxième alinéa CIR 92). Selon l'article 203, § 5 CIR 92, ce seuil de 80 % correspond à l'obligation de distribution prévue à l'article 13, § 1 de l'arrêté royal du 13 juillet 2014 relatif aux sociétés immobilières réglementées, de sorte qu'une société immobilière réglementée remplit cette condition si elle remplit cette obligation de distribution.

Pour l'application de la déduction RDT telle qu'énoncée ci-dessus, les conditions dites quantitatives de l'article 202, § 2, alinéa 1 du CIR 92 ne s'appliquent pas (article 202, § 2, alinéa 3, 3^o CIR 92).

Tout précompte mobilier belge sur les dividendes retenu à la source peut être imputé sur l'impôt belge des sociétés et est remboursable dans la mesure où il excède ledit impôt, à deux conditions : (i) le contribuable doit détenir les Actions de la Société en pleine propriété à la date à laquelle les ayants-droit des dividendes sont identifiés; et (ii) l'attribution ou la mise en paiement de ces dividendes n'entraîne pas une réduction de valeur ou une moins-value sur les Actions. Cette dernière condition ne s'applique pas : (i) si le contribuable peut prouver avoir détenu les Actions en pleine propriété pendant une période ininterrompue de 12 mois précédant l'attribution des dividendes; ou (ii) si, pendant cette période, les Actions n'ont jamais appartenu à un contribuable autre qu'une société résidente ou non résidente belge ayant investi dans les Actions de manière ininterrompue dans un établissement stable belge (l'« **ES** »).

10.4.2 *Précompte mobilier*

Les dividendes payés à une société résidente belge seront exonérés de précompte mobilier belge, pour autant que la société résidente belge détienne, lors de l'attribution ou de la mise en paiement des dividendes, une participation de 10 % au moins dans le capital de la Société et que cette participation minimale soit ou sera conservée pendant une période ininterrompue d'au moins un an.

Pour bénéficier de cette exonération, la société résidente belge doit fournir à la Société ou à son agent payeur une attestation confirmant son statut de société qualifiante et le fait qu'elle remplit les conditions requises. Lorsque la société résidente belge n'a pas encore atteint la période de détention d'au moins un an au moment du paiement ou de l'attribution des dividendes sur les Actions, la Société prélèvera le précompte mobilier belge, mais ne le transférera pas au Trésor belge, à condition que la société résidente belge atteste son statut de société qualifiante, la date à partir de laquelle elle a détenu cette participation minimale et son engagement de détenir la participation minimale pendant une période ininterrompue d'au moins un an. La société résidente belge doit également informer la Société ou son agent payeur du fait que la période de détention d'au moins un an est atteinte ou que sa participation dans le capital social de la Société est inférieure à 10 % avant la fin de la période de détention d'un an. Une fois la période de détention minimale d'un an satisfaite, le précompte mobilier retenu temporairement sera remboursé à la société résidente belge.

Veuillez noter que le régime de la déduction RDT et l'exonération de précompte mobilier décrits ci-dessus ne seront pas accordés aux dividendes liés à un acte juridique ou un ensemble d'actes juridiques dont l'administration fiscale belge – compte tenu de l'ensemble des faits et circonstances pertinentes – a démontré, sauf preuve contraire, que cet acte ou cet ensemble d'actes n'est pas authentique et est mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, le régime de la déduction RDT, l'exonération du précompte mobilier belge décrite ci-dessus ou un des avantages de la directive européenne du 30 novembre 2011 (2011/96/UE) (« directive mère-fille ») dans un autre État membre de l'Union européenne. Un acte juridique ou un ensemble d'actes juridiques est considéré comme non authentique dans la mesure où cet acte ou cet ensemble d'actes n'est pas mis en place pour des motifs commerciaux valables qui reflètent la réalité économique.

10.4.3 *Organismes de financement de pensions*

Pour les organismes de financement de pensions (« **OFP** »), c'est-à-dire les fonds de pension belges constitués sous la forme d'un OFP (*organismes de financement de pensions / organismen voor de financiering van pensioenen*) au sens de l'article 8 de la Loi belge du 27 octobre 2006, les dividendes sont généralement exonérés d'impôt.

Sous réserve de certaines limites, tout précompte mobilier belge sur dividendes retenu à la source peut être imputé sur l'impôt belge des sociétés, applicable aux OFP, dû et est remboursable dans la mesure où il excède l'impôt des sociétés dû.

Le législateur fédéral belge a récemment adopté une loi (Loi du 11 janvier 2019 relative aux mesures de lutte contre la fraude et l'évasion fiscales en matière de précompte mobilier (entrée en vigueur le 22 janvier 2019)) selon laquelle le fait qu'un OFP belge (ou étranger) ne détienne pas les Actions - qui donnent lieu à des dividendes - pendant une période ininterrompue d'au moins 60 jours en pleine propriété, constitue une présomption réfragable que l'acte juridique ou l'ensemble d'actes juridiques avec lequel les dividendes sont liés, n'est pas authentique. L'exonération de précompte mobilier ne sera pas appliquée dans un tel cas et/ou tout précompte mobilier belge retenu à la source sur les dividendes ne sera pas imputé à l'impôt des sociétés, sauf si l'OFP fournit la preuve que les dividendes ne sont pas liés à un acte juridique ou à un ensemble d'actes juridiques qui n'est pas authentique et est mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, l'exonération ou l'imputation du précompte mobilier pour ces dividendes.

10.5 Autres personnes morales résidentes assujetties à l'impôt belge des personnes morales

Pour les contribuables assujettis à l'impôt belge des personnes morales, le précompte mobilier belge (au taux de 30 %) sur les dividendes est en principe entièrement libératoire de leur dette d'impôt belge sur les revenus.

10.6 Personnes physiques et sociétés non résidentes belges

Pour les personnes physiques et sociétés non résidentes, le précompte mobilier au taux de 30 % est en principe la seule taxe sur les dividendes en Belgique, à moins que l'Actionnaire détienne les Actions en relation avec l'exercice d'une activité professionnelle en Belgique au travers d'une base fixe ou d'un ES.

Si des Actions de la Société ont été acquises par un investisseur non résident dans le cadre de l'exercice d'une activité professionnelle en Belgique, l'investisseur doit déclarer tout dividende perçu, lequel est, selon le cas, imposable au taux de l'impôt des non-résidents personnes physiques ou sociétés. Tout précompte mobilier belge retenu à la source peut être imputé sur l'impôt des non-résidents personnes physiques ou sociétés et est remboursable dans la mesure où il excède ledit impôt, à deux conditions : (i) le contribuable doit détenir les Actions de la Société en pleine propriété à la date à laquelle les ayants droit des dividendes sont identifiés; et (ii) l'attribution des dividendes ne peut pas entraîner une réduction de valeur ou une moins-value sur Actions. Cette dernière condition ne s'applique pas si : (i) la personne physique ou la société non résidente peut prouver qu'elle a détenu les actions en pleine propriété pendant une période ininterrompue de 12 mois précédant la date de paiement ou d'attribution des dividendes; ou (ii) uniquement en ce qui concerne les sociétés non résidentes, pendant cette période, les Actions n'ont jamais appartenu à un contribuable autre qu'une société résidente ou non résidente qui a investi dans les Actions de manière ininterrompue dans un ES.

S'agissant des sociétés non-résidentes ayant investi dans les Actions dans un ES belge, la déduction RDT s'applique dans la même mesure que pour les sociétés résidentes belges (voir ci-dessus).

10.6.1 Exonération du précompte mobilier belge pour les non-résidents

Il existe diverses situations d'exemption et renonciation au précompte mobilier belge, à l'instar de ce qui existe pour les investisseurs résidents belges, qui sont applicables à certains investisseurs non-résidents dans certains cas et lorsque certaines conditions sont remplies. Les investisseurs non-résidents sont dès lors invités à consulter leurs conseillers fiscaux afin de déterminer un éventuel droit à une exemption ou renonciation de précompte mobilier belge lors du paiement ou de la distribution des dividendes par la Société.

Les dividendes payés ou attribués à des personnes physiques non résidentes belges qui n'affectent pas les Actions à l'exercice d'une activité professionnelle peuvent être exonérés de l'impôt des non-résidents personnes physiques pour un montant de 812 EUR (exercice d'imposition 2021 - année de revenus 2020). Les bonis de liquidation et d'acquisition ne peuvent pas bénéficier de l'exemption décrite ci-dessous, quand bien même le seuil de 812 EUR ne serait pas atteint. Cette exemption s'applique par contribuable et par an. Afin d'éviter tout doute, tous les dividendes payés ou attribués à cette personne physique non résidente belge (et donc non seulement les dividendes payés ou attribués sur les Actions) sont pris en compte pour déterminer si ledit montant maximum est atteint. Au cas où un précompte mobilier belge serait prélevé sur les dividendes payés ou attribués sur les Actions, un tel non-résident belge aurait donc le droit de demander dans sa déclaration à l'impôt des non-résidents belges que tout précompte mobilier belge prélevé sur des dividendes jusqu'à un montant de 812 EUR (montant applicable pour la période imposable 2020) soit crédité et, le cas échéant, remboursé (sauf s'il est question de bonis de liquidation ou d'acquisition). Toutefois, si telle personne physique non résidente belge n'était pas obligée de produire une déclaration à l'impôt belge, tout précompte mobilier belge prélevé sur un tel montant pourrait, en principe, être récupéré en déposant une demande écrite certifiée exacte, datée et signée auprès du conseiller général du Centre Etranger (« *adviseur-generaal van het Centrum Buitenland* »). Une telle demande doit être faite au plus tard le 31 décembre de l'année civile suivant l'année civile au cours de laquelle le(s) dividende(s) concerné(s) a ou ont été perçu(s), accompagnée d'une attestation confirmant le statut de personne physique non résidente et certaines autres formalités qui sont déterminées à l'article 206/1 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 92.

En droit fiscal belge, il est renoncé à la perception du précompte mobilier sur les dividendes versés à un fonds de pension étranger:

- i. étant un épargnant non résident au sens de l'article 227, 3°, du CIR 92 (ce qui implique que le fonds possède une personnalité juridique distincte et qu'il n'est pas résident belge);
- ii. dont l'objet social consiste uniquement en la gestion et le placement de fonds dans le but de servir de retraites légales ou complémentaires;
- iii. qui se livre sans but lucratif exclusivement au placement de fonds récoltés dans l'exercice de sa mission statutaire;
- iv. qui est exempté de tout impôt sur les revenus dans le pays dont il est résident; et
- v. à condition qu'il ne soit pas tenu de verser le produit des Actions qu'il gère en son nom au bénéficiaire final en vertu d'une obligation contractuelle, ni de verser une indemnité pour coupon manquant sur les Actions qu'il détient en vertu d'une opération d'emprunt de titres, sauf si le bénéficiaire final est également un fonds de pension remplissant toutes les conditions précitées ou, en ce qui concerne uniquement la deuxième occurrence, une société mère (telle que visée à l'article 106, § 5 ou § 6 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 92) de la société distributrice des dividendes. L'exonération ne s'appliquera que si le fonds de pension étranger fournit une attestation confirmant qu'il est le propriétaire ou l'usufruitier des Actions et que les conditions reprises ci-dessus sont remplies. L'organisme doit ensuite transmettre ce certificat à la Société ou à son agent payeur.

Conformément à l'article 106, § 7 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 92, une exonération de précompte mobilier peut, sous certaines conditions, s'appliquer aux dividendes distribués par la Société à un épargnant non-résident (c-à-d un non-résident qui n'a pas affecté ses capitaux mobiliers à l'exercice d'une activité professionnelle en Belgique). Cette exonération ne s'applique cependant pas à la partie des dividendes distribués qui provient de l'immobilier belge et/ou des dividendes que la Société a recueillis elle-même d'une société résidente belge à moins que cette dernière ne soit elle-même une SIR (ou une autre société mentionnée au premier alinéa de l'article 106, § 7 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 92) et les dividendes qu'elle distribue à la Société ne proviennent pas de dividendes qu'elle a reçus d'une société résidente belge ou de l'immobilier belge.

Le précompte mobilier belge sur les dividendes peut être soumis à un taux réduit prévu par les dispositions des conventions préventives de la double imposition applicables. La Belgique a conclu des conventions préventives de la double imposition avec plus de 95 pays, ramenant le taux du précompte mobilier sur les dividendes à 20 %, 15 %, 10 %, 5 % ou 0 % pour les résidents de ces pays, moyennant le respect de conditions, notamment, liées au montant de la participation et à certaines formalités d'identification. Cette réduction peut être obtenue soit directement à la source, soit par un remboursement de l'impôt retenu en sus du taux prévu par la convention.

Les détenteurs d'Actions doivent consulter leurs propres conseillers fiscaux pour déterminer s'ils sont admissibles à une réduction du précompte mobilier lors du paiement ou de l'attribution des dividendes et, le cas échéant, pour comprendre les exigences en matière de procédure en vue de l'obtention d'un précompte mobilier réduit en cas de versement de dividendes ou de l'introduction des demandes de remboursement.

10.7 Plus-values et moins-values sur Actions

10.7.1 Personnes physiques résidentes belges

En principe, les personnes physiques résidentes belges qui acquièrent et détiennent des Actions à des fins privées ne sont pas imposables en Belgique sur les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces Actions (dans le cadre de la gestion normale du patrimoine privé) et ne peuvent pas déduire fiscalement les moins-values réalisées.

Par contre, les plus-values réalisées par un particulier sont imposables à 33 % (à majorer des additionnels locaux) si la plus-value est réputée avoir été réalisée en dehors du cadre de la gestion normale du patrimoine privé du particulier. Les moins-values réalisées ne sont, toutefois, pas fiscalement déductibles dans un tel cas.

De plus, les plus-values sur actions réalisées par des personnes physiques résidentes belges à l'occasion de la cession d'Actions, en dehors de l'exercice d'une activité professionnelle, à une société non résidente belge (ou à un organisme constitué sous une forme juridique similaire), à un Etat étranger (ou à l'une de ses subdivisions politiques ou autorités locales) ou à une entité non-résidente, chaque fois établis en dehors de l'EEE, sont en principe imposables à concurrence de 16,5 % (majorés des additionnels locaux) si, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, la personne physique résidente belge a possédé directement ou indirectement, à lui seul ou avec son conjoint ou avec certains autres membres de famille, une participation substantielle dans la Société (à savoir, une participation de plus de 25 % des droits dans la Société). Les moins-values ne sont, toutefois, pas fiscalement déductibles dans un tel cas.

Les personnes physiques résidentes belges détenant des Actions de la Société à des fins professionnelles sont imposables aux taux progressifs ordinaires de l'impôt des personnes physiques (à majorer des additionnels locaux) sur les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'Actions, à l'exception : (i) des plus-values sur Actions réalisées dans le cadre de la cessation des activités, qui sont imposables à un taux distinct de 10 % ou de 16,5 % (selon les circonstances); ou (ii) des Actions détenues depuis plus de cinq ans et imposables au taux de 16,5 %, à majorer des additionnels locaux. Les moins-values sur des Actions subies par des personnes physiques résidentes belges qui détiennent ces Actions à des fins professionnelles sont, en principe, fiscalement déductibles.

Les plus-values réalisées par des personnes physiques résidentes belges lors du rachat d'Actions ou de la liquidation de la Société seront, en principe, imposables comme un dividende (voir ci-dessus). En cas de rachat d'Actions suivi de leur annulation, l'excédent que présente le prix d'acquisition sur la quote-part de la valeur réévaluée du capital libéré représenté par les Actions sera considéré comme un dividende, soumis à un précompte mobilier de 30 %, sous réserve d'une exonération ou réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions internes belges ou des conventions préventives de la double imposition applicables. Aucun précompte mobilier ne sera prélevé lorsque le rachat est réalisé en bourse et remplit certaines conditions.

En cas de liquidation de la Société, tout montant distribué en excédent de la valeur réévaluée du capital libéré sera en principe soumis à une retenue à la source de 30 %, sous réserve d'une exonération ou réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions internes belges ou des conventions préventives de la double imposition applicables.

10.7.2 Sociétés résidentes belges

Sur base de l'article 192 du CIR 92, les plus-values réalisées sur les actions d'une SIR bénéficient d'une exonération dans la mesure où la déduction RDT peut être appliquée (c'est-à-dire dans la mesure où le revenu des actions est éligible à la déduction RDT sur base des articles 202 et 203 du CIR 92, voir ci-dessus). L'exonération des plus-values ne doit pas remplir les conditions de participation et de détention mentionnées dans l'article 202, §2, alinéa 1 du CIR 92.

Dans la mesure où les dividendes sur les Actions en question ne donnent pas droit à la déduction RDT, les plus-values réalisées sur les Actions sont considérées comme un bénéfice ordinaire et sont imposables au taux d'imposition ordinaire de l'impôt des sociétés de 25 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1^{er} janvier 2020). Sous réserve de certaines conditions, un taux réduit d'impôt des sociétés de 20 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1^{er} janvier 2020) s'applique aux petites sociétés (telles que définies à l'article 1:24, paragraphes 1 à 6 du CSA) pour la première tranche de 100.000 EUR des bénéfices imposables. Étant donné que les dividendes de la Société ne sont que partiellement éligibles à la déduction RDT (voir ci-dessus), l'exonération susmentionnée de l'article 192 CIR 92 ne peut être appliquée que dans la même mesure.

Les moins-values sur les Actions de la Société subies par les sociétés résidentes ne sont, en principe, pas fiscalement déductibles.

Les plus-values réalisées par des sociétés résidentes belges lors du rachat d'Actions par la Société ou de la liquidation de la Société seront, en principe, soumises au même régime fiscal que les dividendes (voir ci-dessus).

10.7.3 Organismes de financement de pensions

Les OFP ne sont, en principe, pas soumis à l'impôt belge des sociétés sur les plus-values réalisées en cas de cession d'Actions et les moins-values ne sont pas fiscalement déductibles.

10.7.4 Autres personnes morales imposables

Les personnes morales résidentes belges assujetties à l'impôt belge des personnes morales ne sont en principe pas imposables en Belgique sur les plus-values réalisées lors de la cession d'Actions. Néanmoins, sont imposables les plus-values qui proviennent de la cession de tout ou partie d'une participation substantielle dans une société belge (soit une participation représentant plus de 25 % du capital social de la Société à tout moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession), à une société non résidente belge (ou à un organisme constitué sous une forme juridique similaire), à un Etat étranger (ou à l'une de ses subdivisions politiques ou autorités locales) ou à une personne morale non résidente, chaque fois établis en dehors de l'EEE. En pareil cas, les plus-values réalisées peuvent, sous certaines conditions, donner lieu à un impôt de 16,5 % (majorés des additionnels locaux).

Les plus-values réalisées par des personnes morales résidentes belges lors du rachat d'Actions ou de la liquidation de la Société seront, en principe, imposées comme des dividendes (voir ci-dessus).

Les moins-values sur des Actions réalisées par des personnes morales résidentes belges ne sont pas fiscalement déductibles.

10.7.5 Personnes physiques non résidentes belges

Les plus-values réalisées sur des Actions par une personne physique non résidente belge n'ayant pas détenu les Actions dans le cadre d'une activité professionnelle exercée en Belgique par le biais d'une base fixe en Belgique ne sont en principe pas imposables, sauf dans les cas suivants et si ces plus-values sont obtenues ou perçues en Belgique :

- les plus-values sont considérées comme étant réalisées en dehors du cadre de la gestion normale du patrimoine privé de la personne physique. Dans ce cas, les plus-values doivent être déclarées dans une déclaration à l'impôt des non-résidents pour la période imposable au cours de laquelle la plus-value a été réalisée et peut être imposée en Belgique; ou,
- les plus-values proviennent de la cession de tout ou partie d'une participation substantielle dans une société belge (soit une participation représentant plus de 25 % du capital social de la Société à tout moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession), à une société non résidente belge (ou à un organisme constitué sous une forme juridique similaire), à un Etat étranger (ou à l'une de ses subdivisions politiques ou autorités locales) ou à une personne morale non résidente, chaque fois établis en dehors de l'EEE. En pareil cas, les plus-values réalisées peuvent, sous certaines conditions, donner lieu à un impôt de 16,5 % (majorés des additionnels locaux).

Cependant, la Belgique a conclu des conventions préventives de la double imposition avec plus de 95 pays, lesquelles prévoient généralement une exonération complète de l'impôt belge sur les plus-values réalisées par les résidents de ces pays. Les moins-values ne sont généralement pas fiscalement déductibles.

Les plus-values réalisées par des personnes physiques belges non résidentes lors du rachat d'Actions ou de la liquidation de la Société seront généralement imposables comme des dividendes (voir ci-dessus).

Les plus-values seront imposables aux taux progressifs ordinaires de l'impôt des non-résidents et les moins-values seront fiscalement déductibles, si ces plus-values ou moins-values sont réalisées sur des Actions par une personne physique non résidente belge qui détient des Actions dans le cadre de l'exercice d'une activité professionnelle en Belgique au travers d'une base fixe en Belgique.

10.7.6 Sociétés ou personnes morales non résidentes belges

Les plus-values réalisées par des sociétés ou d'autres personnes morales non résidentes belges, qui détiennent des Actions dans le cadre d'une activité exercée en Belgique par l'intermédiaire d'un ES sont généralement soumises au même régime fiscal que les sociétés résidentes belges ou les personnes morales résidentes belges soumises à l'impôt des personnes morales belge.

Les plus-values réalisées par des sociétés ou d'autres personnes morales non résidentes belges lors du rachat des Actions ou de la liquidation de la Société seront généralement soumis au même régime que les dividendes (voir ci-dessus).

10.8 Taxe sur les opérations de bourse

Aucune taxe sur les opérations de bourse n'est due au titre de la souscription d'Actions (opérations sur le marché primaire).

L'achat et la vente ainsi que toute autre acquisition ou cession à titre onéreux d'Actions Existantes (opérations sur le marché secondaire) réalisée en Belgique par le biais d'un intermédiaire professionnel sont soumises à la taxe sur les opérations de bourse de 0,12 % du prix d'achat, plafonné à 1.300 EUR par opération et par partie. La taxe est due par chaque partie à la transaction et est perçue par l'intermédiaire professionnel pour le compte des deux parties.

La loi du 25 décembre 2016, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2017, a étendu le champ d'application de la taxe sur les opérations de bourse aux opérations sur le marché secondaire pour lesquelles l'ordre a été donné directement ou indirectement à un intermédiaire établi à l'étranger par (i) une personne physique ayant sa résidence habituelle en Belgique ou (ii) par une personne morale pour le compte d'un siège ou d'un établissement de celle-ci en Belgique (ci-après dénommés individuellement l'« **Investisseur Belge** »). Dans un tel scénario, la taxe sur les opérations de bourse est due par l'Investisseur Belge, à moins qu'il ne puisse prouver que la taxe sur les opérations de bourse a déjà été acquittée par l'intermédiaire professionnel établi à l'étranger. Dans ce cas, l'intermédiaire professionnel établi à l'étranger doit émettre à chaque client (qui lui transmet un ordre de bourse) un bordereau (qui remplit toutes les conditions pertinentes) au plus tard le jour ouvrable suivant celui de l'opération. Alternativement, les intermédiaires professionnels établis à l'étranger peuvent, sous certaines conditions et formalités, faire agréer en Belgique un représentant responsable (le « **Représentant Responsable** »). Ce Représentant Responsable sera alors redevable envers l'État belge du paiement de la taxe sur les opérations de bourse, de l'accomplissement des formalités déclaratives et des obligations relatives au bordereau y afférent. Il en découle que si ce Représentant Responsable acquitte effectivement la taxe sur les opérations de bourse, l'Investisseur Belge ne sera plus le débiteur de la taxe sur les opérations de bourse.

Aucune taxe sur les opérations de bourse n'est due sur les opérations conclues par les parties suivantes, à condition qu'elles agissent pour leur propre compte : (i) les intermédiaires professionnels visés aux articles 2, 9^o et 10^o, de la Loi belge du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers; (ii) les entreprises d'assurance visées à l'article 2, § 1^{er} de la Loi belge du 9 juillet 1975 relative au contrôle des entreprises d'assurances; (iii) les institutions de retraite professionnelle visées à l'article 2, 1^o, de la Loi belge du 27 octobre relative au contrôle des institutions de retraite professionnelle; (iv) les organismes de placement collectif; (v) les sociétés immobilières réglementées; et (vi) les non-résidents belges à condition qu'ils présentent une attestation à leur intermédiaire financier en Belgique confirmant leur statut de non-résident.

Le 14 février 2013, la Commission européenne a adopté une proposition de taxe sur les transactions financières (la « **TTF** »). La proposition de directive dispose actuellement que, dès l'entrée en vigueur de la TTF, les États membres participants ne doivent ni maintenir, ni introduire de taxes sur les transactions financières autres que la TTF (ou la TVA telle que prévue par la Directive 2006/112/CE du Conseil en date du 28 novembre 2006 relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée). Pour la Belgique, la taxe sur les opérations de bourse devrait donc être abolie dès l'entrée en vigueur de la TTF. La proposition de directive fait toujours l'objet de négociations entre les États membres et peut donc être modifiée à tout moment.

10.9 Norme commune de déclaration (« Common Reporting Standard »)

Suite aux récents développements sur le plan international, l'échange d'informations est régi par la norme commune de déclaration (« **NCD** »). Au 3 septembre 2020, 109 pays ont signé l'accord multilatéral entre autorités compétentes (« **AMAC** »), qui est un accord-cadre multilatéral portant sur l'échange automatique d'informations financières et personnelles, avec les échanges bilatéraux subséquents prenant effet entre ces signataires ayant déposé les notifications ultérieures.

Plus de 50 pays, y compris la Belgique, se sont engagés à respecter un calendrier spécifique et ambitieux menant aux premiers échanges automatiques d'informations en 2017, relatifs à l'année de revenus 2016 (les « précurseurs »). En vertu de la NCD, les établissements financiers résidant dans un pays ayant adopté la NCD seront tenus de déclarer, conformément à une norme de diligence raisonnable, les informations financières relatives aux comptes devant faire l'objet d'une déclaration, qui comprennent les intérêts, les dividendes, le solde ou la valeur des comptes, les revenus tirés de certains produits d'assurance, les produits de la vente d'actifs financiers et les autres revenus générés par des actifs détenus dans le compte ou les paiements effectués au titre du compte. Les comptes devant faire l'objet d'une déclaration comprennent les comptes détenus par des personnes physiques et des entités (y compris des fiducies et des fondations) ayant leur résidence fiscale dans un autre pays ayant adopté la NCD. La norme impose « de regarder à travers » les entités passives en vue de déclarer les personnes qui en détiennent le contrôle.

Le 9 décembre 2014, les États membres de l'UE ont adopté la Directive 2014/107/UE sur la coopération administrative en matière de fiscalité directe (« **DAC2** »), qui prévoit un échange automatique et obligatoire d'informations financières, tel que prévu dans la NCD. La DAC2 modifie la Directive précédente sur la coopération administrative en matière de fiscalité directe, la Directive 2011/16/UE.

L'échange automatique et obligatoire d'informations financières par les États membres de l'UE, tel que prévu dans la DAC2, a pris effet le 30 septembre 2017 (le 30 septembre 2018 pour l'Autriche).

Le gouvernement belge a respectivement mis en œuvre ladite Directive 2014/107/UE, la NCD, par les dispositions de la loi du 16 décembre 2015 réglant la communication des renseignements relatifs aux comptes financiers, par les institutions financières belges et le SPF Finances, dans le cadre d'un échange automatique de renseignements au niveau international et à des fins fiscales (la « Loi du 16 décembre 2015 »).

En vertu de la Loi du 16 décembre 2015, l'échange automatique et obligatoire d'informations est applicable en Belgique: (i) à partir de l'année de revenus 2016 (premier échange d'informations en 2017) avec les États membres de l'Union européenne (y compris l'Autriche, indépendamment du fait que l'échange automatique d'informations entre l'Autriche et les autres États membres de l'Union européenne n'est prévu qu'à partir de l'année de revenus 2017); (ii) à partir de l'année de revenus 2014 (premier échange d'informations en 2016) avec les États-Unis; et (iii) avec tout autre État signataire de l'AMAC à la date respective fixée par l'Arrêté royal du 14 juin 2017. L'Arrêté royal précité prévoit que: (i) pour une première liste de 18 pays, l'échange obligatoire d'informations s'applique à compter de l'année de revenus 2016 (premier échange d'informations en 2017); (ii) pour une deuxième liste de 44 pays, l'échange automatique et obligatoire d'informations s'applique à compter de l'année de revenus 2017 (premier échange d'informations en 2018); et (iii) pour un pays, l'échange automatique et obligatoire d'informations s'applique à compter de l'année de revenus 2018 (premier échange d'informations en 2019) et (iv) pour une quatrième liste de 6 pays, l'échange automatique et obligatoire d'informations s'applique à compter de l'année de revenus 2019 (premier échange d'informations en 2020).

Les investisseurs qui ont le moindre doute quant à leur situation devraient consulter leurs conseillers fiscaux.

11 MODALITÉS ET CONDITIONS DE L'OFFRE

11.1 Calendrier prévisionnel de l'Offre

Le tableau suivant résume certaines dates importantes relatives au calendrier de l'Offre. Il s'agit de dates escomptées qui peuvent changer en raison de circonstances imprévues ou en cas de clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre.

25 novembre 2020	Approbation du Prospectus par la FSMA
26 novembre 2020, 9h CET	Mise à disposition du Prospectus
26 novembre 2020, 9h CET	Début de la Période d'Offre
7 décembre 2020, 16h CET	Fin attendue de la Période d'Offre pour les investisseurs particuliers
8 décembre 2020, 16h CET	Fin attendue de la Période d'Offre pour les investisseurs qualifiés ⁴⁰
9 décembre 2020	Date de publication des résultats de l'Offre, et de communication des allocations
10 décembre 2020	Date de Cotation escomptée des Actions (cotation et début de la négociation sur Euronext Brussels)
11 décembre 2020	Date de Clôture escomptée (paiement, règlement et livraison) ⁴¹ Augmentation de capital en numéraire Acquisition des actions ReKoDe et émission des Actions Vendeurs ReKoDe au Prix d'Émission Prise d'effet des nouveaux statuts de la Société (conversion de la Société en société anonyme de type moniste) Prise d'effet de l'agrément SIRP

11.2 Information relative à l'augmentation de capital en numéraire

L'Offre consiste en l'offre de maximum 2.803.738 Actions Offertes.

En vertu d'une autorisation octroyée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société du 29 octobre 2020 et de l'article 5.2 des Statuts de la Société, l'organe d'administration de la Société a le pouvoir d'émettre les Actions Offertes dans le cadre du capital autorisé et d'augmenter le capital d'un montant maximum de 240.000.000 EUR, avec la possibilité de limiter ou de supprimer le droit de préférence.

⁴⁰ En cas de clôture anticipée ou de prolongation de la Période d'Offre, ces dates seront modifiées et publiées de la même manière que la communication du début de la Période d'Offre. Si la Période d'Offre est entendue de plus de 5 Jours Ouvrables, un supplément au Prospectus sera également publié.

⁴¹ La Date de Clôture de l'Offre sera identique pour les investisseurs qualifiés et pour les investisseurs particuliers.

Le 23 novembre 2020, l'organe d'administration a décidé d'augmenter le capital de la Société d'un montant maximum de 59.999.993,20 EUR (prime d'émission incluse de 3.925.233,2EUR), avec suppression du droit de préférence sous réserve de la clôture de l'Offre et à concurrence de la souscription effective des Actions Offertes. L'organe d'administration a établi un rapport spécial en vertu des articles 7:179, §1, 7:191 et 7:193 du CSA à cet effet. Il a été décidé de supprimer le droit de préférence afin de faciliter le processus d'Offre et permettre d'attirer plus facilement de nouveaux investisseurs. L'organe d'administration a déterminé le Prix d'Émission (en vertu de la méthodologie mentionnée à la Section 11.6) et du nombre maximum d'Actions Offertes. La Société n'est pas tenue de conférer un droit d'allocation irréductible reconnu par la Législation SIR car l'agrément SIRP de la Société ne prendra effet qu'à l'issue du règlement-livraison de l'Offre (voir à cet égard la Section 5.4.2).

11.3 Information relative aux Actions Vendeurs ReKoDe

Comme décrit à la Section 5.3, par apport en nature d'une partie du prix d'acquisition des actions de ReKoDe, les Actions Vendeurs ReKoDe seront émises à la Date de Clôture au Prix d'Émission. 36.137 des Actions Vendeurs ReKoDe seront attribuées à Imofig, 9.034 à Re-Vive et 9.034 à Koïs. Les Actions Vendeurs ReKoDe ne seront pas offertes dans le cadre de l'Offre. La Société n'envisage pas d'autres apports en nature menant à l'émission de nouvelles actions avant ou au moment de la clôture de l'Offre.

11.4 Conditions et nature de l'Offre

L'Offre d'Actions Offertes consiste en (i) une offre au public (telle que définie à l'Article 2(d) du Règlement Prospectus) en Belgique ; et en (ii) une offre réservée à des investisseurs qualifiés au sens de l'Article 2, e) du Règlement Prospectus dans l'EEE (hormis en Belgique), en Suisse et au Royaume-Uni conformément à l'exemption applicable prévue à l'Article 1.4 (a) du Règlement Prospectus. En dehors des Etats-Unis, l'Offre est effectuée sur base de la *Regulation S*.

Sont, dans le cadre de l'Offre, considérées comme « **investisseurs particuliers** », les personnes physiques et les personnes morales résidant en Belgique qui ne tombent pas sous la définition d'investisseur qualifié du Règlement Prospectus. Sont, dans le cadre de l'Offre, considérées comme investisseurs qualifiés, les personnes ou entités qui tombent sous la définition d'investisseur qualifié de l'Article 2, e) du Règlement Prospectus.

L'Offre se compose de maximum 2.803.738 Actions Offertes pour un montant maximum de 59.999.993,20 EUR.

Il n'y aura pas d'option d'accroissement.

Le nombre d'Actions Offertes qui seront émises suite à l'Offre sera déterminé par le montant de l'augmentation de capital à diviser par le Prix d'Émission. Le nombre d'Actions Offertes auquel il aura été souscrit sera communiqué sur le site internet de la Société et publié dans la presse financière belge aux alentours du 9 décembre 2020 et dans tous les cas pas plus tard que le deuxième Jour Ouvrable suivant la fin de la Période d'Offre. En principe, l'Offre sera clôturée au plus tard le 8 décembre 2020, sous réserve d'une clôture anticipée (avec un minimum de 6 Jours Ouvrables) ou d'une prolongation de la Période d'Offre. On entend par jour ouvrable, un jour où des transactions peuvent être effectuées sur Euronext Brussels et où les banques établies en Belgique sont ouvertes (un « **Jour Ouvrable** »).

Conformément à l'article 4 de l'Arrêté Royal du 17 mai 2007 relatif aux pratiques de marché primaire, au moins 10 % des Actions Offertes seront réservées à des investisseurs particuliers en Belgique (à condition toutefois qu'il y ait suffisamment de demande d'investisseurs particuliers). La Société a toutefois pour objectif d'allouer un pourcentage de 25% aux investisseurs particuliers, sous réserve qu'une telle demande existe. La proportion d'Actions Offertes qui sera attribuée aux investisseurs particuliers pourrait être supérieure ou inférieure aux pourcentages susmentionnés en fonction de la demande des investisseurs institutionnels et particuliers, sans que cela puisse être inférieur à 10%, en cas de demande suffisante.

La Société se réserve le droit de retirer ou de suspendre l'Offre dans certains cas (voyez Section 11.9 (Publication d'un supplément au Prospectus et droit de retrait)).

La Société a, entre autres, le droit de réduire le nombre maximum d'Actions Offertes à tout moment avant l'allocation des Actions Offertes. Une réduction du nombre maximum d'Actions n'entraînera pas la révocation de l'offre.

L'Offre est tributaire de (i) la constatation par l'organe d'administration que la qualité et la quantité des souscriptions reçues est telle que l'Offre peut être clôturée dans l'intérêt de la Société et de (ii) l'obtention d'un accord final sur les modalités et la signature de l'Underwriting Agreement par la Société et les Joint Bookrunners après la Période d'Offre ainsi que l'absence de résiliation de l'Underwriting Agreement (voir Section 11.8 et Section 12.1 à cet égard).

Les Actions Offertes jouiront des mêmes droits que les Actions Existantes (voir Section 9.3.5). La Société anticipe ne pas être en mesure de distribuer un dividende pour l'exercice qui se clôturera au 31 décembre 2020. Chaque souscripteur d'Actions Offertes sera considéré comme acceptant les conditions et modalités de l'Offre telles que décrites dans le Prospectus.

Etant donné qu'il n'y a pas de montant minimum de l'Offre, si toutes les Actions Offertes ne sont pas souscrites dans le cadre de l'Offre, le produit brut de l'Offre pourrait être limité, en tout ou en partie, au produit brut des Engagements de Souscription.

11.5 Engagements de Souscription

Les Investisseurs Participants se sont engagés, par les Engagements de Souscription, de manière irrévocable et inconditionnelle, mais sous réserve de la clôture de l'Offre, à souscrire les Actions Offertes pour un montant total de 10.537.488,40 EUR. Les Engagements de Souscription sont les suivants:

- En ce qui concerne l'Investisseur Participant qui est actionnaire existant de la Société: Belfius Insurance pour un montant de 4.037.516,60 EUR;
- En ce qui concerne les autres Investisseurs Participants: MC Assure (Société mutualiste d'assurance) (RPM 0834.322.140) pour un montant de 1.499.990,20 EUR, Nationaal Hulpfonds-Fonds National d'Entraide (ASBL) (RPM : 0403.284.230) pour un montant de 1.000.000,60 EUR, Maatschappij van Onderlinge Bijstand Verzekeringen CM-Vlaanderen (Maatschappij van onderlinge bijstand) (RPM : 0851.601.503) pour un montant de 2.499.990,80 EUR, agissant de concert en tant qu'entités du groupe « Mutualités Chrétiennes », soit ensemble pour un montant total de 4.999.981,60 EUR, et Fasska Holding SCA (RPM 0460.352.991): pour un montant de 1.499.990,20 EUR.

A la connaissance de la Société, les autres principaux actionnaires ou des membres de ses organes d'administration, de direction ou de surveillance ou les futurs promoteurs n'entendent pas souscrire à l'Offre et personne d'autre n'entend souscrire à plus de 5% de l'Offre.

11.6 Prix d'Émission

Le prix par Action Offerte est un prix unique exprimé en EUR fixé à 21,40 EUR par Action Offerte, à l'exclusion de toute taxation éventuelle (voir Section 10.8 à cet égard) et des frais éventuels facturés par les intermédiaires financiers pour le dépôt d'une offre, s'appliquant tant aux investisseurs particuliers qu'aux investisseurs qualifiés (le « **Prix d'Émission** »). Le Prix d'Émission a été déterminé par la Société en tenant compte des critères suivants :

- la valeur nette d'inventaire par action au 31 août 2020 laquelle s'élève à 21,43 EUR,
- la valeur nette d'inventaire estimée au 31 décembre 2020 (post Offre),
- les prévisions de la Société pour les exercices 2021 à 2023,
- les multiples de SIR belges actives dans le domaine de l'immobilier résidentiel.

En ce qui concerne les coûts relatifs à l'Offre et à l'acquisition de ReKoDe, voir Section 11.16.

11.7 Période et modalités de souscription

11.7.1 Période de souscription

L'Offre court du 26 novembre 2020 (9 heures CET) au 7 décembre 2020 (16 heures CET) inclus (pour les investisseurs particuliers) et au 8 décembre 2020 (16 heures CET) inclus (pour les investisseurs qualifiés), sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation (la « **Période d'Offre** »). Le Prospectus sera mis à disposition à partir du premier jour calendrier de la Période d'Offre, à savoir le 26 novembre 2020. La Période d'Offre s'étendra en tout cas au minimum sur 6 Jours Ouvrables à compter de cette mise à disposition au public du Prospectus.

La clôture de la Période d'Offre pour les investisseurs particuliers est prévue le jour avant la fin de la Période d'Offre pour les investisseurs qualifiés, en raison du calendrier et des contraintes logistiques liées à la centralisation des souscriptions placées par les investisseurs particuliers auprès des Joint Bookrunners et d'autres institutions financières.

Une clôture anticipée de l'Offre, ou une prolongation de l'Offre de cinq Jours Ouvrables ou moins, sera annoncée par le biais d'un communiqué de presse par la Société. Les dates pour l'allocation, la publication des résultats de l'Offre, la négociation et la clôture de l'Offre seront modifiées en conséquence.

Au cas où la Période d'Offre est prolongée de plus de cinq Jours Ouvrables, cela sera publié dans un supplément au Prospectus. La Période d'Offre ne peut être clôturée anticipativement qu'en cas d'action coordonnée entre les Joint Bookrunners. Les investisseurs potentiels peuvent soumettre leurs ordres de souscription pendant la Période d'Offre. En tenant compte du fait que la Période d'Offre peut être clôturée anticipativement, les investisseurs sont invités à soumettre leurs demandes le plus rapidement possible.

11.7.2 Modalités de souscription

Généralités

Les candidats-investisseurs peuvent introduire leurs ordres gratuitement auprès de Belfius Banque et Banque Degroof Petercam (les « **Joint Bookrunners** »). Les candidats-investisseurs qui souhaitent introduire un ordre relatif aux Actions Offertes via d'autres intermédiaires financiers que Belfius Banque et Banque Degroof Petercam sont invités à se renseigner au sujet des frais éventuels que ces intermédiaires financiers peuvent facturer. Le paiement de ces frais est exclusivement à charge du candidat-investisseur. La Société n'est pas responsable des agissements ou manquements d'un intermédiaire financier en rapport avec les souscriptions ou souscriptions alléguées.

Les Joint Bookrunners sont chargés de la centralisation des ordres. Pour être valables, les ordres devront être introduits au plus tard à 16 heures (heure de Bruxelles, GMT +1) le dernier jour de la Période d'Offre (c'est-à-dire le 7 décembre 2020 (pour les investisseurs particuliers) et le 8 décembre 2020 (pour les investisseurs qualifiés), sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre). Le Prix d'Émission des Actions Offertes doit être entièrement payé en EUR à la date de paiement (prévue le 11 décembre 2020) (voir Section 11.13 pour plus de détails).

Investisseurs qualifiés

Les investisseurs qualifiés doivent mentionner dans leur ordre le nombre d'Actions Offertes qu'ils s'engagent à acquérir. Les investisseurs qualifiés ne pourront introduire leurs ordres qu'auprès des Joint Bookrunners.

Investisseurs particuliers

Les investisseurs particuliers doivent mentionner dans leur ordre le nombre d'Actions Offertes qu'ils s'engagent à acquérir.

Un seul ordre sera accepté par investisseur particulier (agissant pour compte propre). Si les Joint Bookrunners constatent ou ont des raisons de penser qu'un investisseur particulier a introduit plusieurs ordres, entre autres en passant par un autre intermédiaire financier, ils auront le droit de ne pas prendre ces ordres en considération. Un investisseur particulier peut introduire un ordre pour le compte d'un tiers dont il gère le patrimoine en vertu d'une disposition légale (tel que par exemple ses enfants ou une personne sous administration provisoire). Il devra toutefois justifier son mandat lors de l'ordre.

Chaque intermédiaire financier déterminera le calendrier, la validité et la forme des instructions aux investisseurs concernant la souscription ou l'acquisition d'Actions Offertes conformément à ses propres procédures habituelles ou comme notifié aux investisseurs de toute autre manière. La Société n'est pas responsable de toute action ou absence d'action d'un intermédiaire financier en rapport avec une souscription ou une acquisition d'Actions, réels ou prétendus.

Un ordre introduit par un investisseur particulier conformément aux dispositions précitées est contraignant et irrévocable pour l'investisseur particulier et ne pourra être retiré que dans les cas visés dans la Section 11.9 (Publication d'un supplément au Prospectus et droit de retrait) du présent Prospectus. Une fois l'ordre introduit, l'investisseur particulier ne peut demander que sa souscription soit réduite.

Etant donné que l'Offre peut être clôturée anticipativement à partir du 3 décembre 2020 à 16h heures, les investisseurs particuliers sont invités à introduire leurs ordres auprès des Joint Bookrunners ou directement via leur établissement financier le plus rapidement possible pendant la Période d'Offre.

11.8 Révocation et suspension de l'Offre

La Société se réserve le droit de retirer ou de suspendre l'Offre si l'Underwriting Agreement devait ne pas être signé ou si l'Underwriting Agreement est résilié par le Sole Global Coordinator (au nom des Underwriters) préalablement à l'augmentation de capital relative à l'Offre pour une des raisons suivantes :

- (i) il y a eu une violation d'une représentation ou garantie données dans l'Underwriting Agreement;
- (ii) la Société et/ou ses filiales, les membres de son groupe et toute personne agissant en son nom ou pour son compte ne se sont pas conformés aux engagements et conventions énoncés dans l'Underwriting Agreement à la date à laquelle ces engagements et convention doivent être conclu en vertu de l'Underwriting Agreement ;
- (iii) un des Underwriters ne remplirait pas ses obligations en vertu de l'Underwriting Agreement ;
- (iv) selon le Sole Global Coordinator (après consultation avec le Joint Bookrunner), il y a eu ou il est probable qu'il y aura un effet défavorable important (tel que défini dans l'Underwriting Agreement) depuis la date de l'Underwriting Agreement ;
- (v) une ou plusieurs conditions suspensives de l'Underwriting Agreement n'ont pas été remplie(s) ;
- (vi) un événement spécifié (de type "force majeure") a lieu (tel que défini dans l'Underwriting Agreement) ;
- (vii) la demande d'admission à la cote est retirée ou refusée par le marché réglementé d'Euronext ; ou
- (viii) la Société n'émet pas les Actions Offertes qu'elle s'était engagée à émettre le jour de l'augmentation de capital relative à l'Offre.

La Société se réserve également le droit de retirer ou de suspendre l'Offre si elle constate que la qualité et la quantité des souscriptions reçues est telle que l'Offre ne peut être clôturée dans l'intérêt de la Société. Ce retrait ou cette suspension peut se faire jusqu'à la clôture de l'Offre.

Si l'Offre est retirée, les ordres introduits par les candidats-investisseurs seront automatiquement annulés. Les candidats-investisseurs ne peuvent dans ce cas prétendre à la livraison des Actions Offertes. Les montant déjà payés par les candidats-investisseurs seront remboursés dans les trois Jours Ouvrables du retrait de l'Offre sans qu'ils puissent éventuellement prétendre à des intérêts sur ce montant ou à toute forme d'indemnité pour un quelconque motif.

En cas de révocation ou de suspension de l'Offre, la Société pourra également retirer sa demande d'admission à la négociation de toutes les Actions sur le marché réglementé Euronext Brussels, et la Société en informera Euronext Brussels sans délai.

En cas de révocation ou de suspension de l'Offre, la Société procédera à la publication d'un communiqué de presse et d'un supplément de Prospectus.

11.9 Publication d'un supplément au Prospectus et droit de retrait

Conformément à l'Article 23 (1) du Règlement Prospectus, tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le présent Prospectus, qui est susceptible d'influencer l'évaluation des Actions Offertes et survient ou est constaté entre le moment de l'approbation du Prospectus et la clôture de l'Offre ou le début de la négociation sur le marché réglementé Euronext Brussels, si cet événement intervient plus tard, est mentionné sans retard injustifié dans un supplément au Prospectus.

Ce supplément est publié au moins selon les mêmes modalités que celles qui ont été appliquées au Prospectus initial conformément à l'article 21 du Règlement Prospectus. Le résumé, et toute traduction de celui-ci, donnent également lieu à un supplément, si cela s'avère nécessaire, pour tenir compte des nouvelles informations figurant dans le supplément.

Les investisseurs qui ont déjà accepté d'acheter des Actions Offertes ou d'y souscrire avant que le supplément ne soit publié ont le droit de retirer leur acceptation pendant deux jours ouvrables après la publication du supplément, à condition que le fait nouveau significatif ou l'erreur ou inexactitude substantielle visé au paragraphe ci-dessus soit survenu ou ait été constaté avant la clôture de l'Offre ou la livraison des Actions Offertes, si cet événement intervient plus tôt. Ce délai peut être prorogé par la Société. La date à laquelle le droit de rétractation prend fin est précisée dans le supplément. Lorsque les Actions Offertes sont achetées ou qu'il y est souscrit via un intermédiaire financier, ce dernier informe les investisseurs de la possibilité qu'un supplément soit publié, du lieu et du moment où il serait publié et du fait que, dans un tel cas, il les aiderait à exercer leur droit de retirer leur acceptation. L'intermédiaire financier prend contact avec les investisseurs le jour où le supplément est publié.

Un supplément au présent Prospectus sera publié conformément à l'article 23 du Règlement Prospectus (i) si la Période d'Offre est prolongée de plus de cinq Jours Ouvrables, (ii) si le nombre maximum d'Actions Offertes est réduit, y compris en raison d'une clôture anticipée de la Période d'Offre sans placement du nombre total d'Actions Offertes, (iii) si l'Underwriting Agreement n'est pas signé ou est signé mais est ensuite résilié ou (iv) si l'Offre est retirée. En cas de retrait de l'Offre par la Société dans ces deux derniers cas, voir également la Section 11.8.

11.10 Taille minimale et maximale de la souscription

Il n'y a pas de conditions relatives à la taille minimale ou maximale des ordres.

11.11 Allocation des Actions Offertes

Conformément à l'article 4 de l'Arrêté Royal du 17 mai 2007 relatif aux pratiques de marché primaire, au moins 10 % des Actions Offertes seront réservées à des investisseurs particuliers en Belgique (à condition toutefois qu'il y ait suffisamment de demande d'investisseurs particuliers). La Société a toutefois pour objectif d'allouer un pourcentage de 25% aux investisseurs particuliers, sous réserve qu'une telle demande existe. La proportion d'Actions Offertes qui sera attribuée aux investisseurs particuliers pourrait être supérieure ou inférieure aux pourcentages susmentionnés en fonction de la demande des investisseurs institutionnels et particuliers, sans que cela puisse être inférieur à 10%, en cas de demande suffisante. L'allocation aux candidats-investisseurs sera arrêtée à la fin de la Période d'Offre (vraisemblablement le 8 décembre 2020, sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre) par les Joint Bookrunners, en concertation avec la Société.

Les investisseurs doivent être conscients qu'il est possible qu'ils n'obtiennent pas l'intégralité de la souscription d'Actions Offertes pour lesquelles ils ont introduit un ordre. En effet, en cas de sursouscription des Actions Offertes, il est possible qu'un investisseur reçoive moins d'Actions Offertes que le nombre d'Actions Offertes auquel il a souscrit. Il est interdit aux investisseurs de retirer leur ordre en raison du fait qu'ils se verraient allouer moins d'Actions Offertes que le nombre demandé dans leur ordre. En ce qui concerne les investisseurs qualifiés, l'allocation des Actions Offertes, en cas de sursouscription, s'opérera sur base d'une analyse quantitative et qualitative du carnet d'ordres. En ce qui concerne les investisseurs particuliers, en cas de sursouscription, l'allocation des Actions Offertes s'opérera sur base de critères d'allocation objectifs, en vertu desquels tous les investisseurs particuliers dans la même situation seront traités sur pied d'égalité. Ces critères incluent le traitement préférentiel des ordres introduits par les investisseurs particuliers auprès des Underwriters en Belgique, ainsi que le nombre d'Actions Offertes pour lesquelles les demandes sont introduites par les investisseurs particuliers. Le taux d'allocation sera le même pour les ordres introduits via les deux Underwriters.

En plus de l'obligation d'allouer 10 % des Actions Offertes à des investisseurs particuliers, la Société s'est obligée à allouer entièrement les souscriptions d'Actions Offertes conformément aux Engagements de Souscription tels que décrits dans la Section 11.5 du présent Prospectus, y compris en cas de sursouscription. Les personnes qui se sont engagées par une obligation de souscription seront, pour les besoins de l'allocation des Actions Offertes, considérées comme une catégorie particulière d'investisseurs. Les Investisseurs Participants ont la garantie de se voir allouer 17,4% des Actions Offertes sur la base de la souscription du nombre maximal des Actions Offertes.

Les résultats de l'Offre, l'allocation des Actions Offertes aux investisseurs particuliers et la méthode appliquée en cas de sursouscription des Actions Offertes seront en principe communiqués un Jour Ouvrable après la clôture de la Période d'Offre dans la presse financière belge et sur le site de la Société (à savoir le ou aux alentours du 9 décembre 2020, sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre).

11.12 Publication des résultats de l'Offre

Les résultats de l'Offre (montant total, allocation des Actions Offertes, y compris une éventuelle clé de répartition) seront publiés un Jour Ouvrable après la clôture de la Période d'Offre sur le site internet de la Société et dans la presse financière belge.

11.13 Forme, livraison et paiement des Actions Offertes

Le Prix d'Émission des Actions Offertes, ensemble avec toute taxation éventuelle et les frais éventuels, doit être entièrement payé en EUR à la date de paiement sur base des instructions données par les Joint Bookrunners ou d'autres intermédiaires financiers par lesquels les investisseurs ont souscrit à l'Offre.

En introduisant leurs demandes les investisseurs autorisent leurs établissements financiers à débiter leur compte bancaire à concurrence du Prix d'Émission total pour l'ensemble des Actions Offertes qui leur ont été allouées. La date de règlement sera confirmée dans le communiqué de presse avec la mention de l'éventuelle allocation.

La livraison, le règlement et le paiement de Actions Offertes prendront place à la Date de Clôture escomptée (à savoir le 11 décembre 2020), sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre. L'Offre ne peut être clôturée avant le 3 décembre 2020 (voir Section 11.7.1 pour plus de détails sur la Période d'Offre).

Sans préjudice du droit de conversion en actions nominatives, comme mentionné dans la Section 9.3.2 (*Forme des Actions Offertes*) du présent Prospectus, les Actions Offertes ne seront livrées que sous forme dématérialisée et seront exclusivement disponibles sous la forme d'une inscription sur le compte-titres indiqué par chaque candidat-investisseur via Euroclear Belgium, conformément aux procédures habituelles d'Euroclear pour la livraison et la liquidation d'actions. Voir Section 9.3.2 s'agissant des coûts de conversion éventuels.

11.14 Contrat de liquidité

La Société n'a pas conclu, à la date du présent Prospectus, de contrat de liquidité.

11.15 Services financiers

Les services financiers relatifs aux Actions de la Société (y compris les Actions Offertes) sont fournis en Belgique par la Banque Degroof Petercam SA/NV. Les coûts de ces services financiers sont à la charge de la Société.

11.16 Coûts de l'Offre

Les frais liés à l'Offre et à l'admission à la négociation des Actions sur le marché réglementé d'Euronext Brussels sont exposés ci-après. Ces frais comprennent entre autres les frais juridiques, d'audit, de consultance et administratifs relatifs aux travaux de due diligence, aux travaux relatifs à l'agrément et au prospectus, la rémunération des Promoteurs, les frais de notaire, les frais de publications légales, frais de rédaction du Prospectus, à l'impression, au marketing, au site internet, la rémunération de la FSMA, la rémunération des Joint Bookrunners dans le cadre de l'Offre et celle de leurs conseils et la cotation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels.

Le coût de l'offre est estimé comme suit:

Frais juridiques, d'audit, de consultance et support administratif liés aux travaux de due diligence, d'agrément et d'introduction en bourse	905.000 EUR
Coût du personnel interne	400.000 EUR
Frais de notaire	61.000 EUR
Rémunération FSMA	20.000 EUR
Rémunération des banquiers pour une offre de 60 millions d'EUR	1.400.000 EUR
Coût Euronext	120.000 EUR
Frais de rédaction, traduction du Prospectus et marketing	410.000 EUR
Total:	3.316.000 EUR

Par ailleurs, les honoraires des Promoteurs sont fixés à 0,3 million EUR HTVA et le rachat de ReKoDe par la Société à 2,3 millions d'EUR. Même si ces frais seront engagés à la clôture de l'Offre, ils ne constituent pas des coûts de l'Offre.

11.17 Charges et taxes imputées aux investisseurs

Aucun frais n'est mis à charge de l'investisseur par la Société ou les Underwriters pour placer un ordre de souscription. L'investisseur est invité à vérifier si son intermédiaire financier impute des frais pour le placement d'un ordre de souscription.

11.18 Dilution

Les Actionnaires Existants ne disposant pas d'un droit de préférence dans le cadre de l'Offre, ils seront exposés à des dilutions en termes de droit de vote, de droit aux dividendes et, le cas échéant, financière s'ils ne participent pas à l'Offre ou se voient allouer des Actions Offertes pour un pourcentage inférieur à leur participation actuelle.

Il est renvoyé à la Section 8.13 (Principaux actionnaires) du présent Prospectus pour un aperçu de la dilution que les Actionnaires Existants subiront en fonction de l'ampleur de l'Offre.

11.19 Admission à la négociation sur Euronext Brussels

Une demande d'admission à la négociation de toutes les Actions sur le marché réglementé d'Euronext Brussels a été introduite. Si la Société est admise à la négociation sur Euronext Brussels, les Actions seront négociées sous le numéro ISIN BE0974374069 et sous le symbole INCLU sur Euronext Brussels.

La Société s'attend à ce que la première négociation sur Euronext Brussels ait lieu le 10 décembre 2020, sous réserve d'une clôture anticipée ou d'une prolongation de la Période d'Offre, et commencera au plus tard à la date de clôture (la « **Date de Clôture** »), quand les Actions Offertes sont livrées aux investisseurs. Avant la date d'admission à la négociation sur Euronext Brussels, il n'y a pas eu de marché public pour les Actions.

De la Date de Cotation à la Date de Clôture et livraison des Actions Offertes, les Actions seront négociées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels sur une base « if-and-when-issued-and/or-delivered ». Les investisseurs qui souhaitent réaliser des opérations sur Actions avant la Date de Clôture, que ces opérations soient réalisées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels ou autrement, doivent avoir connaissance du fait que l'émission et la livraison des Actions Offertes pourraient ne pas avoir lieu à la Date de Clôture envisagée, ou pas du tout, si certaines conditions ou événements mentionnés dans l'Underwriting Agreement (tel que défini ci-dessous) ne sont pas rencontrés ou qu'il y est renoncé ou ne se réalisent pas à ou avant une telle date. Dans ce cas, les conséquences du retrait de l'Offre reprises à la Section 11.8 sont applicables.

Euronext Brussels peut annuler toutes les opérations sur les Actions si les Actions Offertes ne sont pas livrées à la Date de Clôture. Euronext Brussels ne peut être tenue pour responsable de tout dommage découlant de la cotation et de la négociation sur une base « if-and-when-issued-and/or-delivered » de la Date de Cotation à la Date de Clôture envisagée.

11.20 Loi applicable et tribunaux compétents

L'Offre est soumise au droit belge et les cours et tribunaux de Bruxelles sont exclusivement compétents pour connaître de tout litige avec les investisseurs au sujet de l'Offre.

12 DISTRIBUTION

12.1 Placement et Underwriting Agreement

Les Underwriters sont Banque Degroof Petercam SA/NV, ayant son siège rue de l'Industrie 44, 1040 Brussels et enregistrée sous le numéro d'entreprise 0403.212.172 RPR/RPM Bruxelles et Belfius Banque SA/NV, ayant son siège Place Charles Rogier 11, 1210 Brussels et enregistrée sous le numéro d'entreprise 0403.201.185 RPR/RPM Bruxelles. Banque Degroof Petercam SA/NV interviendra comme Sole Global Coordinator et Belfius Bank SA/NV comme Joint Bookrunner dans le cadre de l'Offre.

Il est prévu que les Underwriters (qui n'y sont toutefois pas tenus) concluent un underwriting agreement (l'« **Underwriting Agreement** »), dont la signature devrait avoir lieu le 9 décembre 2020, immédiatement après la clôture de la Période d'Offre et avant la livraison des Actions Offertes. La conclusion de l'Underwriting Agreement peut dépendre de plusieurs facteurs, y compris, mais sans s'y limiter, les conditions du marché.

L'Underwriting Agreement porte sur les Actions Offertes souscrites dans le cadre de l'Offre (en ce compris celles souscrites par les Investisseurs Participants) autres que les actions souscrites par Belfius Insurance, actionnaire de référence (« **Actions Souscrites** »). Par conséquent, le pourcentage d'Actions Offertes qui est couvert par l'Underwriting Agreement s'élève à 93,273 % dans la mesure où ces actions ont été effectivement souscrites. Il est attendu que les Underwriters souscrivent conjointement mais non solidairement pour les Actions Souscrites dans les proportions suivantes :

Underwriter	Actions Souscrites
Banque Degroof Petercam SA/NV	60%
Belfius Bank NV/SA	40%

Il est attendu que l'Underwriting Agreement prévoie que Banque Degroof Petercam SA/NV, pour ses propres clients investisseurs particuliers introduisant leur ordre auprès d'elle et les investisseurs qualifiés, et Belfius Banque SA/NV, pour les autres investisseurs particuliers, assurent le paiement des Actions Souscrites et, dans l'objectif de la réception de celles-ci, distribuent ces Actions Souscrites aux souscripteurs concernés. A toutes fins utiles, il est également attendu que l'Underwriting Agreement prévoie que Banque Degroof Petercam SA/NV centralisera et assurera le versement du produit net sur un compte tenu en ses livres et ouvert au nom d'Inclusio.

Il est prévu que l'engagement des Underwriters à souscrire et à distribuer les Actions Souscrites soit soumis à certaines conditions à remplir à la date de l'augmentation de capital ou avant celle-ci, à savoir entre autres (i) la réception de certains documents signés, (ii) qu'il n'y ait aucun effet défavorable important (à savoir tout événement qui affecte de manière significative et défavorable ou qui affectera ou pourrait raisonnablement affecter de manière significative et défavorable les actifs, les biens, le passif, l'activité, les affaires, les perspectives, la gestion, la situation financière, les capitaux propres, les résultats d'exploitation ou la situation (financière ou autre) du Groupe ou la capacité de la Société à remplir ses obligations de manière générale ou à réaliser l'Offre) depuis la conclusion de l'Underwriting Agreement, (iii) qu'il n'y ait aucune violation par la Société des déclarations et garanties de l'Underwriting Agreement et (iv) que Belfius Insurance et les autres Investisseurs Participants aient exécuté leur engagement de souscrire à l'Offre. Le nombre d'Actions Offertes souscrites par Belfius Insurance n'est pas encore connu, mais il s'agit du nombre d'Actions Offertes nécessaire pour maintenir sa participation dans le capital de la Société à 6,6% postérieurement à l'Offre.

L'Underwriting Agreement devrait stipuler que le Sole Global Coordinator (après consultation avec et au nom des Underwriters) peut mettre un terme à l'Underwriting Agreement avant la réalisation de l'augmentation de capital relative à l'Offre au cas où certains événements, plus amplement décrit à la Section 11.8 auraient lieu après la signature de l'Underwriting Agreement. Dans pareil cas, la Société publiera un supplément au Prospectus, qui sera soumis à l'approbation de la FSMA. Après la publication de ce supplément et si la Société a décidé de retirer l'Offre, les ordres introduits par les candidats-investisseurs seront automatiquement annulés. La non-signature ou la résiliation de l'underwriting agreement donnera nécessairement lieu à la publication d'un supplément au prospectus.

Le montant total maximum des commissions qui seront perçues par les Underwriters dans le cadre de l'Offre sera de 1.400.000 EUR (ce montant sera, le cas échéant, adapté en fonction du montant total de l'Offre).

12.2 Standstill et lock-up

Pendant une période de 180 jours calendriers suivant la Date de Clôture, la Société ne fera pas, et la Société s'assurera qu'aucune de ses filiales ne fera, directement ou indirectement, ce qui suit :

- (i) émettre, offrir, vendre ou tenter de vendre, transférer, mettre en gage, tenter de céder, vendre à découvert ou céder de toute autre manière des Actions, des warrants ou d'autres titres liés à la Société (autre que (i) pour financer des acquisitions de biens immobiliers lorsque (une partie du) prix est payé en actions (apport en nature) et ce, dans la mesure où ces actions, si elles représentent plus de 5 % du capital social de l'entité concernée, sont soumises à un engagement de standstill similaire à (et ne se terminant pas plus tard que) la présente obligation de standstill;
- (ii) solliciter toute offre d'achat ou de souscription de ces titres ;
- (iii) accorder des options, des titres convertibles ou d'autres droits de souscription ou d'acquisition d'Actions (ou de tout intérêt dans celles-ci) ;
- (iv) conclure tout accord (y compris des transactions sur produits dérivés) ou des accords ayant un effet similaire ; et/ou
- (v) réduire son capital,

autre que :

- (i) avec le consentement écrit préalable du Sole Global Coordinator (après consultation avec les Joint Bookrunners) ;
- (ii) les transferts à un autre membre du Groupe, sous réserve d'une notification préalable au Sole Global Coordinator et aux Joint Bookrunners, et à condition que ce membre du Groupe accepte le même engagement de standstill pour la période de standstill restante et s'engage à (re)transférer les titres concernés à la Société s'il cesse d'être membre du Groupe avant la fin de la période de standstill ;
- (iii) dans le cadre de l'Offre ; ou
- (iv) l'émission ou l'octroi d'Actions, de warrants ou d'options par la Société ou tout autre membre du Groupe au personnel, aux consultants et aux administrateurs de la Société ou de ses filiales dans le cadre d'un plan incitatif pour le personnel (et, le cas échéant, l'acquisition d'Actions par la Société en vue de les transférer ces Actions à ces personnes) ;
- (v) l'émission d'Actions en rémunération de l'acquisition de sociétés ou de biens immobiliers (par voie d'apport en nature, de fusion ou autrement) ; ou
- (vi) le transfert d'Actions détenues par ReKoDe SA.

12.3 Autres engagements de lock-up

En tant qu'actionnaires de référence, Integrale SA/NV et Le Fonds d'Infrastructure Ferroviaire ont accepté que les Actions d'Inclusio qu'ils détiennent préalablement au lancement de l'Offre fassent l'objet d'un engagement de lock-up pour une durée de 180 jours suivant l'Offre: chacun d'eux s'engage inconditionnellement et irrévocablement, pour une durée de 180 jours suivant l'Offre, à ne pas offrir, vendre, prêter, céder, mettre en gage, grever, vendre toute option ou contrat d'achat, acheter toute option ou contrat de vente, accorder toute option, droit ou garantie d'achat, prêter, ou transférer ou céder de toute autre manière (ou annoncer publiquement une telle action), directement ou indirectement, les actions d'Inclusio qu'ils détiennent préalablement à l' Offre ou tout titre converti ou échangeable en ou pouvant être exercé, ou essentiellement similaire, à des actions ou à des titres ou produits financiers dont la valeur est déterminée directement ou indirectement par référence au prix des titres sous-jacents, y compris les swaps d'actions, les ventes à terme et les options ou les certificats globaux de dépôt représentant le droit de recevoir de tels titres. Cet engagement de lock-up n'empêche pas Integrale SA/NV et Le Fonds d'Infrastructure Ferroviaire d'apporter les actions d'Inclusio qu'ils détiennent préalablement à l' Offre à une offre publique d'achat lancée sur les actions de Inclusio ni de transférer les actions d'Inclusio qu'il détient préalablement à l' Offre à une entité qui leur est liée au sens de l'article 1:20 du Code des sociétés et des Associations, sous réserve que l'entité liée à qui les actions d'Inclusio sont transférées accepte le même engagement de lock-up pour la période restante de l'engagement de lock-up. Concernant Integrale, voyez également la Section 8.13.

De plus, Re-Vive et Imofig, en tant que Promoteurs se sont engagés par ailleurs inconditionnellement et irrévocablement à, pour une durée de 180 jours suivant l'Offre, à ne pas offrir, vendre, prêter, céder, mettre en gage, grever, vendre toute option ou contrat d'achat, acheter toute option ou contrat de vente, accorder toute option, droit ou garantie d'achat, prêter, ou transférer ou céder de toute autre manière (ou annoncer publiquement une telle action), directement ou indirectement, les actions d'Inclusio qu'ils détiendront à la suite de l'apport de leur créance résultant de la vente de leurs actions dans ReKoDe SA au capital d'Inclusio ainsi que toutes autres actions Inclusio qu'ils détiendraient à la suite de l'Offre ou tout titre converti ou échangeable en ou pouvant être exercé, ou essentiellement similaire, à des actions ou à des titres ou produits financiers dont la valeur est déterminée directement ou indirectement par référence au prix des titres sous-jacents, y compris les swaps d'actions, les ventes à terme et les options ou les certificats globaux de dépôt représentant le droit de recevoir de tels titres. Cet engagement de lock-up n'empêche pas le Promoteur concerné d'apporter les actions d'Inclusio qu'il détiendra à la suite de l'apport de sa créance résultant de la vente de ses actions dans ReKoDe SA au capital d'Inclusio ainsi que toutes autres actions Inclusio qu'il détiendrait à la suite de l'Offre à une offre publique d'achat lancée sur les actions de Inclusio ni de transférer ces actions à une entité qui lui est liée au sens de l'article 1:20 du Code des sociétés et des Associations, sous réserve que l'entité liée à qui les actions d'Inclusio sont transférées accepte le même engagement de lock-up pour la période restante de l'engagement de lock-up.

De surcroît, Koïs en sa qualité de Promoteur s'est engagé inconditionnellement et irrévocablement à, accepter que pour une durée de 180 jours suivant l'Offre, à ne pas offrir, vendre, prêter, céder, mettre en gage, grever, vendre toute option ou contrat d'achat, acheter toute option ou contrat de vente, accorder toute option, droit ou garantie d'achat, prêter, ou transférer ou céder de toute autre manière (ou annoncer publiquement une telle action), directement ou indirectement, les actions d'Inclusio qu'il détiendra à la suite de l'apport de sa créance résultant de la vente de ses actions dans ReKoDe SA au capital d'Inclusio ainsi que toutes autres actions Inclusio qu'il détiendrait à la suite de l'Offre ou tout titre converti ou échangeable en ou pouvant être exercé, ou essentiellement similaire, à des actions ou à des titres ou produits financiers dont la valeur est déterminée directement ou indirectement par référence au prix des titres sous-jacents, y compris les swaps d'actions, les ventes à terme et les options ou les certificats globaux de dépôt représentant le droit de recevoir de tels titres. Cet engagement de lock-up n'empêche pas ce Promoteur (i) d'apporter les actions d'Inclusio qu'il détiendra à la suite de l'apport de sa créance résultant de la vente de ses actions dans ReKoDe SA au capital d'Inclusio ainsi que toutes autres actions Inclusio qu'il détiendrait à la suite de l'Offre à une offre publique d'achat lancée sur les actions de Inclusio, (ii) ni de transférer ces actions à une entité qui lui est liée au sens de l'article 1:20 du Code des sociétés et des Associations, sous réserve que l'entité liée à qui les actions d'Inclusio sont transférées accepte le même engagement de lock-up pour la période restante de l'engagement de lock-up (iii) ni de transférer ces actions à la société anonyme Framaca et/ou à Monsieur Charles-Antoine Janssen, tous deux actionnaires de Koïs, sous réserve que la(les) personne(s) à qui les actions d'Inclusio sont transférées accepte(nt) le même engagement de lock-up pour la période restante de l'engagement de lock-up .

En outre, en tant qu'actionnaire historique de la Société, Banque Degroof Petercam s'engage inconditionnellement et irrévocablement, pour une durée de 180 jours suivant l'Offre, à ne pas offrir, vendre, prêter, céder, mettre en gage, grever, vendre toute option ou contrat d'achat, acheter toute option ou contrat de vente, accorder toute option, droit ou garantie d'achat, prêter, ou transférer ou céder de toute autre manière (ou annoncer publiquement une telle action), directement ou indirectement, les actions d'Inclusio qu'elle détient préalablement à l'Offre ainsi que toutes autres actions Inclusio qu'elle détiendrait à la suite de l'Offre ou tout titre converti ou échangeable ou pouvant être exercé, ou essentiellement similaire, à des actions ou à des titres ou produits financiers dont la valeur est déterminée directement ou indirectement par référence au prix des titres sous-jacents, y compris les swaps d'actions, les ventes à terme et les options ou les certificats globaux de dépôt représentant le droit de recevoir de tels titres. Cet engagement de lock-up n'empêche pas Banque Degroof Petercam d'apporter les actions d'Inclusio qu'elle détient préalablement à l'IPO à une offre publique d'achat lancée sur les actions de Inclusio ni de transférer les actions d'Inclusio qu'elle détient préalablement à l'Offre à une entité qui lui est liée au sens de l'article 1:20 du Code des sociétés et des Associations, sous réserve que l'entité liée à qui les actions d'Inclusio sont transférées accepte le même engagement de lock-up pour la période restante de l'engagement de lock-up.

Par ailleurs, Belfius Insurance, MC Assure (Société mutualiste d'assurance), Nationaal Hulpfonds-Fonds National d'Entraide (ASBL), Maatschappij van Onderlinge Bijstand Verzekeringen CM-Vlaanderen (Maatschappij van onderlinge bijstand) et Fasska Holding SCA se sont engagés inconditionnellement et irrévocablement à accepter que les actions d'Inclusio qu'ils souscriront dans le cadre de l'Offre fassent l'objet des engagements de lock-up suivant:

- pour une durée de 180 jours suivant l'Offre, ne pas offrir, vendre, prêter, céder, mettre en gage, grever, vendre toute option ou contrat d'achat, acheter toute option ou contrat de vente, accorder toute option, droit ou garantie d'achat, prêter, ou transférer ou céder de toute autre manière (ou annoncer publiquement une telle action), directement ou indirectement, les actions souscrites dans le cadre de l'Offre ou tout titre converti ou échangeable en ou pouvant être exercé, ou essentiellement similaire, à des actions ou à des titres ou produits financiers dont la valeur est déterminée directement ou indirectement par référence au prix des titres sous-jacents, y compris les swaps d'actions, les ventes à terme et les options ou les certificats globaux de dépôt représentant le droit de recevoir de tels titres. Cet engagement de lock-up n'empêche pas cet investisseur d'apporter les actions souscrites dans le cadre de l'Offre à une offre publique d'achat lancée sur les actions d'Inclusio, ni de transférer les actions souscrites dans le cadre de l'Offre à une entité liée à cet investisseur au sens de l'article 1:20 du CSA, sous réserve que l'entité liée à qui les actions souscrites lors de l'Offre sont transférées accepte le même engagement de lock-up pour la période restante de l'engagement de lock-up.
- pour une durée de 180 jours suivant l'expiration de la première période de lock-up visée ci-avant, autorisation de procéder aux transactions visées ci-avant moyennant l'autorisation écrite et préalable des Joint Bookrunners.

13 ANNEXES

- Annexe 1 - Composition du portefeuille et du pipeline de projets au 31 août 2020
- Annexe 2 - Conclusion de l'évaluation de l'expert immobilier
- Annexe 3 - Rapport financier annuel de l'exercice 2017
- Annexe 4 - Rapport financier annuel de l'exercice 2018
- Annexe 5 - Rapport financier annuel de l'exercice 2019
- Annexe 6 - Supplément aux comptes de l'exercice 2019
- Annexes 7 - Comptes semestriels consolidés au 30 juin 2020
- Annexe 8 - Rapport du commissaire sur les comptes consolidés de la Société pour l'exercice 2017 (repris dans l'annexe relative au rapport financier de la même année)
- Annexe 9 - Rapport du commissaire sur les comptes consolidés de la Société pour l'exercice 2018 (repris dans l'annexe relative au rapport financier de la même année)
- Annexe 10 - Rapport du commissaire sur les comptes consolidés de la Société pour l'exercice 2019 (repris dans l'annexe relative au rapport financier de la même année)
- Annexe 11 - Détails du portefeuille immobilier
- Annexe 12 - Rapport du Commissaire sur les pro-forma

LA SOCIETE

Inclusio SA

Avenue Herrmann-Debroux 40
1160 Bruxelles

Belgique

SOLE GLOBAL COORDINATOR

Banque Degroof Petercam SA

Rue de l'Industrie 44
1040 Bruxelles
Belgique

JOINT BOOKRUNNERS

Banque Degroof Petercam SA

Rue de l'Industrie 44
1040 Bruxelles
Belgique

Belfius Banque SA

Place Charles Rogier 11
1210 Bruxelles
Belgique

CONSEILLER JURIDIQUE DE LA SOCIETE

NautaDutilh SRL

Chaussée de la Hulpe 120
1000 Bruxelles
Belgique

CONSEILLER JURIDIQUE DES JOINT BOOKRUNNERS

Clifford Chance Brussels LLP

Avenue Louise 65
1050 Bruxelles
Belgique

COMMISSAIRE INDEPENDANT DE LA SOCIETE

DELOITTE Réviseurs d'Entreprises SC

Gateway building, Luchthaven Brussel Nationaal 1J
1930 Zaventem
Belgique